EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE

OBCHODNÁ FAKULTA

Evidenčné číslo: 102003/I/2020/36097107840759044

CORPORATE GOVERNANCE A RIADENIE RIZÍK V MEDZINÁRODNOM OBCHODE

Diplomová práca

2020 **Bc. Simona Skalíková**

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE

OBCHODNÁ FAKULTA

CORPORATE GOVERNANCE A RIADENIE RIZÍK V MEDZINÁRODNOM OBCHODE

Diplomová práca

Študijný program: Manažment medzinárodného obchodu

Študijný odbor: Ekonómia a manažment

Školiace pracovisko: Katedra medzinárodného obchodu

Vedúci záverečnej práce: Ing. Dušan Steinhauser, PhD.

Bratislava, 2020 **Bc. Simona Skalíková**

Poďakovanie

Osobitné poďakovanie patrí vedúcemu diplomovej práce**,** Ing. Dušanovi Steinhauserovi, PhD., za všetky odborné rady a podnety v priebehu konzultácií a za podporu pri vypracovaní diplomovej práci.

ABSTRAKT

SKALÍKOVÁ, Simona: *Corporate governance a riadenie rizík v medzinárodnom obchode*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Obchodná fakulta, Katedra medzinárodného obchodu. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Dušan Steinhauser, PhD. – Bratislava: OF EU, 2020, 70 s.

Záverečná práca rozoberá problematiku corporate governance a riadenie rizík v medzinárodnom obchode. Hlavným cieľom je zistenie či subindexy corporate governance z indexu Doing business, a teda aj corporate governance jednotlivých krajín, majú vplyv na pridanú hodnotu krajín. S využitím metódy kvantitatívneho výskumu, regresnej analýzy, poukazuje na dôležitosť corporate governance. Práca je rozdelená do dvoch hlavných kapitol. Obsahuje tri grafy a sedem tabuliek. Prvá kapitola je venovaná teoretickým poznatkom o corporate governance, definuje pojmy, približuje kódexy a stav corporate governance na Slovensku. V ďalšej kapitole sa práca zameriava na zhodnotenie postavenia Slovenska v indexoch, ktoré hodnotia corporate governance, zhodnotenie správ a riadenia vybraných spoločností pôsobiacich na Slovensku a nakoniec regresnej analýze v programe Gretl. Výsledkom regresnej analýzy sme sa dopracovali k záveru, že ukazovatele z indexu Doing business majú vplyv na pridanú hodnotu na obyvateľa nami vybraných krajín.

Kľúčové slová: corporate governance, riadenie rizika, medzinárodný obchod, správa spoločností

ABSTRACT

SKALÍKOVÁ, Simona: *Corporate governance and risk management in international business.* – University of Economics in Bratislava. Faculty of Commerce, Department of international trade. – Leader of Thesis: Ing. Dušan Steinhauser, PhD. – Bratislava: OF EU, 2020, 70 p.

Final thesis analyses the problems of corporate governance and risk management in international business. The main goal is discovering whether the subindexes of corporate governance from Doing business index, including corporate governance of single countries, have impact on value added of countries. The importance of corporate governance is highlighted by using regressive analysis which is one of quantitative research methods. The thesis is divided into two chapters and contains tree graphs and seven tables. The first chapter is dedicated to theoretical knowledge of corporate governance, defines terms, and specifies codex and status of corporate governance in Slovakia. The next chapter focuses on evaluation of position of Slovakia in indexes which assess corporate governance, corporate governance of selected companies operating in Slovakia, and regressive analysis in program Gretl. The output of regressive analysis proves that indexes from Doing business index have influence on value added per citizen of chosen countries.

Key words: corporate governance, risk management, international business

Obsah

Zoznam ilustrácií a tabuliek 6

Obsah skratiek 7

Úvod 8

1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí 10

1.2 Vznik a vymedzenie pojmu corporate governance 14

1.3 Riadenie rizík 18

1.4 Corporate governance a svetová finančná kríza 19

1.5 Modely corporate governance 21

1.6 Corporate governance na Slovensku 25

2. Cieľ práce 32

3. Metodika a metódy skúmania 33

4. Výsledky práce a diskusia 36

4.1 Hodnotenie Slovenska vo svetových rebríčkoch 36

4.2 Hodnotenie firiem pôsobiacich na Slovensku podľa kvality ich výročných správ 40

4.3 Závislosť medzi pridanou hodnotou krajín a subindexami z Doing business 45

Záver 58

Prílohy **Chyba! Záložka nie je definovaná.**

Zdroje 60

Zoznam ilustrácií a tabuliek

Tabuľka č. 1 - Hypotetické svety zmlúv 13
Tabuľka č. 2 – Premenné v rovnici 34
Tabuľka č. 3 - Vstupné údaje do programu Gretl 35
Tabuľka č. 4 - Umiestnenie Slovenskej republiky v časti corporate governance (GCI) 37
Tabuľka č. 5 - Doing business 2020 – Ochrana minoritných investorov 37
Tabuľka č. 6 - Skóre ekonomickej slobody Slovenskej republiky v jednotlivých rokoch 38
Tabuľka č. 7 - Skóre ekonomickej slobody Slovenskej republiky za rok 2019 39
Tabuľka č. 8 - Zhodnotenie slovenských firiem 43

Graf č. 1 – Grafické porovnanie l_VA_pc a l_Inves13 52
Graf č. 2 - Grafické porovnanie l_VA_pc a l_Resolv13 52
Graf č. 3 - Grafické porovnanie skutočných a vyrovnaných hodnôt 53

Obsah skratiek

AFEP-MEDEF	Francúzsky kódex corporate governance
BCPB	Burza cenných papierov v Bratislave
CAG	Competitiveness Advisory Group - Poradná skupina o konkurencii
CDO	Credit Default Option - Swap na kreditné zlyhanie
CECGA	Central European Corporate Governance Association – Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností
CG	Corporate governance – Správa spoločností
GAAP	Generally accepted accounting principles - Všeobecne akceptované účtovnícke postupy
GCI	Global Competitiveness Index - Globálny index konkurencieschopnosti
OECD	Organization for economic cooperation and development – Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj
INEKO	Inštitút pre ekonomické a sociálne reformy
MSP	Malé a stredné podnikanie
NYSE	New York Stock Exchange – Newyorská burza s cennými papiermi
SACG	Slovenská asociácia corporate governance
WB	World Bank – Svetová banka

Úvod

Pojem corporate governance je považovaný za nový termín. Ekvivalentom pojmu corporate governance v slovenských podmienkach je správa spoločnosti. Samotný koncept existuje už po stáročia, ale názov sa nepreslávil až do 70. rokov 20. storočia. Táto problematika sa rozšírila hlavne po svetovej finančnej kríze. Corporate governance môžeme považovať za nástroj, ktorý aktívne podporuje rast na mikroekonomickej aj na makroekonomickej úrovni. Riadenie rizík patrí medzi jeden z nástrojov corporate governance. Dôležitosť implementovania princípov corporate governance sa stala viac výrazná po fatálnych zlyhaniach firiem, ktoré ovplyvnili výkonnosť celého svetového hospodárstva.

Diplomová práca približuje problematiku corporate governance a riadenie rizika v medzinárodnom obchode. Pozostáva z dvoch kapitol, a to Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí a Výsledky práce a diskusia.

Dobrou správou spoločností sa zaoberá mnoho autorov, inštitúcií a organizácií. V našej práci budeme čerpať z článkov niektorých z nich, ako napríklad z knihy Františka Okruhlicu, z Organizácie pre hospodársku spolurácu a rozvoj alebo zo Slovenskej asociácie Corporate Governance. V prvej kapitole, ktorá obsahuje teoretickú časť, máme za cieľ vysvetliť pojem corporate governance, priblížiť kódexy a modely corporate governance a súvislosť so svetovou finančnou krízou. Podať všestranný pohľad na túto tému, na jej teoretické základy a historické súvislosti a zhodnotiť súčasný stav na Slovensku.

V kapitole Výsledky práce a diskusia máme za cieľ zistiť postavenie Slovenskej republiky vo svetových rebríčkoch, ktoré hodnotia corporate governance, zhodnotiť slovenské firmy a ich správy spoločností a nakoniec hlavným cieľom práce je zistenie či subindexy corporate governance z indexu Doing business, a teda aj corporate governance jednotlivých krajín, majú vplyv na pridanú hodnotu krajín. Našimi vybranými subindexami sú premenné Ochrana minoritných akcionárov a Riešenie platobnej neschopnosti. Na dosiahnutie tohto cieľa použijeme jednu z metód kvantitatívneho výskumu, konkrétne regresnú analýzu.

Tému corporate governance a riadenie rizika v medzinárodnom obchode sme si vybrali kvôli dôležitosti tejto problematiky. „*Uplatňovanie corporate governance sa môže stať*

dôležitým nástrojom na prekonanie krízových javov, pretože transparentne riadené firmy môže prilákať investorov a ich voľný kapitál (Knapik – Krajčík, 2012).“

„Corporate governance by sa malo uskutočňovať viac prostredníctvom zásad ako pravidiel.“

Adi Godrej - indický priemysleník a podnikateľ

1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Pôvodne podniky a firmy vlastnili aj riadili tí istí ľudia. Dôsledkom hospodárskeho a technologického pokroku a aj globalizácie trhov vznikla potreba koncentrácie veľkého objemu kapitálu. To viedlo k vzniku akciových a ďalších obchodných spoločností, čiže podnikov, ktoré kapitál získavajú pôžičkami alebo účasťou outsiderov na imaní spoločnosti. Obchodné spoločnosti tak rozdeľujú vlastníctvo od kontroly – riadenia (Marcinčin, 2000).

„Správa obchodných spoločností je dôležitá nielen pre efektívne fungovanie individuálnych podnikov, prístup ku kapitálu a správne obchodné rozhodovanie, ale vo všeobecnosti určuje tvorbu spoločenského bohatstva a udržateľný rozvoj hospodárstiev“ uvádza A. Marcinčin (2000) v kapitole Správa obchodných spoločností v tranzitívnych krajinách.

Kvalitne vypracovaný corporate governance, alebo správa spoločnosti, pomáha vybudovať transparentné, dôveryhodné a spoľahlivé prostredie firiem. Zároveň ho môžeme zaradiť medzi jeden z nástrojov prevencie budúcich krízových stavov. Úlohu corporate governance môžeme sledovať aj pri vzniku poslednej hospodárskej a finančnej krízy. V dnešnej dobe čoraz viac firiem zaraďuje do svojich interných predpisov princípy corporate governance.

1.1 Teoretické východiská corporate governance

Správa spoločností sa v poslednej dobe vďaka globalizácii významne zmenilo a vznikli nové príležitosti, ale aj riziká. No pojmy globalizácia a tiež interdependencia nie sú nové, ale dominujú svetovej ekonomike už minimálne od 80. rokov 20. storočia (Baláž a kol.,2010). Predpokladá sa, že zmeny sa budú čoraz viac rozširovať. Z toho dôvodu je nevyhnutné vybrať zo zo širokej ponuky teórií a názorov rôznych autorov. Coporate governance sa však najčastejšie vysvetľuje pomocou novej inštitucionálnej ekonomickej teórie (Bebiaková a kol., 2015).

Je potrebné rozlíšiť novú inštitucionálnu ekonomickú teóriu od pôvodnej americkej inštitucionálnej a rovnako aj od neoklasickej ekonomickej teórie. Z oboch týchto teórií nový

inštitucionalizmus ako smer ekonomického myslenia vychádza, ale v niektorých oblastiach si kontrastujú (Steinhauser, 2015). Pôvodný americký inštitucionalizmus, ktorý sa nazýva aj "starý", predchádzal novej inštitucionálnej ekonomickej teórii (Bebiaková a kol., 2015). Jeho zakladatelia boli T. Veblen a J.R. Commons (Liška – Sluková - Volejníková, 2011). Tento smer bol rozšírený hlavne v medzivojnovom období. Po skončení druhej svetovej vojny sa začal do popredia dostávať nový smer alebo skôr modifikácia starého – nový inštitucionalizmus (Rutherford, 2001). Lisý ju vo svojej knihe Dejiny ekonomických teórií, podľa predmetu skúmania, označuje aj ako kontraktačná teória, Rozvíja viaceré teórie ako teóriu verejnej voľby, vlastníckych práv, ekonomických agentov, hľadania renty a teóriu transakčných nákladov (Lisý, 2003).

Nová inštitucionálna ekonomická teória sa opiera hlavne o rozsiahle práce R. H. Coasa, O. E. Williamsona, H. Simona, F. Knighta, D. C. Northa, A. Alchiana a iných (Mlčoch, 2005).

O. E. Williamson, nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu a jeden z najvýznamejších predstaviteľov novej inštitucionálnej ekonomickej teórie, pomocou teórie transakčných nákladov vysvetlil potrebu dobrej správy spoločnosti a definoval jej obsah (Williamson, 1990).

„Transakčné náklady vznikajú v dôsledku transferu vlastníctva, všeobecnejšie povedané, v dôsledku transferu vlastníckych práv. ... vrátane nákladov na získanie potrebných informácií, nákladov na zabránenie podvodom a pod. (Lisý, 2003).*"*

Praktická aplikácia spomínaných teórií je uplatnená pri tvorení pravidiel správy firmy - Corporate Governance (Steinhauser, 2015). Správa a riadenia podniku – corporate governance sa začala rozvíjať v poslednej štvrtine 20. storočia ako reakcia na problémy vzniknuté pri riadení a práve hlavne vo veľkých spoločnostiach a syntetizuje prístupy inštitucionálnej ekonómie s klasickou mikroekonomickou teóriou a firemnými financiami (Liška – Sluková - Volejníková, 2011).

„Vlastnícke právo je spoločensky uznané právo nositeľa rozhodovať o alokácii určitého statku. Predpokladom pre fungovanie ekonomického systému je jasne definované a vymožiteľné vlastnícke právo (Bebiaková a kol., 2015)*."* So samotnou podstatou pojmu vlastníctvo sú spojené dva aspekty vlastníctva. Je nutné ich vzájomne nastaviť v záujme optimálneho hospodárskeho úžitku, ktorý plynie z vlastníctva statku. Po prvé sú to reziduálne práva riadenia –

právo personálneho obsadenia spoločnosti, vymedzovanie stratégie, cenovú a produktovú politiku a po druhé je to právo alokácie reziduálnych výnosov, čiže rozdelenie čistého zisku z podnikania (Okruhlica, 2013).

Verejné podniky, ktoré majú rozdelené oddelenie vlastníctva a oddelenie kontroly, mávajú často kvôli tejto separácii problémy. Manažéri s obmedzeným majetkovým podielom vo firme nezverejňujú všetky výhody svojho úsilia, a preto majú tendenciu vyhýbať sa zodpovednosti a usilovať sa skôr o svoje blaho (Jensen, 1986). Smith už v roku 1776 uznáva, že *„od riaditeľov takýchto (akciových) spoločností, hoci sú správcami skôr peňazí iných než vlastných, sa nedá očakávať, že by ich mali dohliadať s rovnakou vážnosťou a ostražitosť, ako robia manažéri v súkromnej spoločnosti, ktorí spravujú svoje vlastné peniaze* (Kurzeja - Novak, 2017)*.“* Američan James Burnham v roku 1941 predpovedal vo svojej publikácii Revolúcia manažérov, že všetku moc a riadenie podniku prevezmú manažéri podnikov, nie majitelia.

Na druhej strane sú autori, ktorí zastávajú teóriu agentov, ktorá vyvracia zdanlivé protichodné motivácie vlastníkov a manažérov spoločnosti a tvrdí, že oba subjekty sú záujmovo vyrovnané v smerovaní spoločnosti (Bebiaková a kol., 2015). *„Pokiaľ by manažment spoločnosti konal proti záujmom firmy, prejavilo by sa to na jej ekonomických výsledkoch a potom na poklese trhovej hodnoty účastín, čo by vyvolalo spätný tlak na manažment* (Lisý et al., 1999)*.“*

„*Zavedenie obmedzeného ručenia viedlo k nebývalému rozvoju podnikania a k postupnému oddeľovaniu vlastníkov od riadenia“* uvádza Okruhlica vo svojej knihe Vlastnícka správa spoločnosti.

Autorský kolektív M. Hučka, M. Malý a F. Okruhlica (2007) k teoretickým základom problematiky CG zaraďujú aj teóriu kontraktov, ktorej sa budeme bližšie venovať v nasledujúcej podkapitole.

Hypotetické svety zmlúv

Úplné zmluvy sú len v teoretickej rovine. Úplná zmluva by musela obsahovať všetky eventuality, ktoré by v zmluvnom procesy mohli nastať. Takáto zmluva medzi akcionármi a predstavenstvom by celkom vylúčila svojvoľné konanie členov predstavenstva. V reálnom svete sa uzatvárajú neúplné zmluvy, ktoré obsahujú výslovne dohodnutí časti a časti očakávané

(Hučka, et al. 2007). Z tabuľky č. 1 môžeme vyčítať, že zmluvný *svet plánovania* predpokladá, že aktéri do zmlúv zapracujú všetky budúce eventuality, ktoré by mohli vzniknúť a tiež ich riešenia (Mlčoch, 2005 a Williamson, 1990). Takéto zmluvy by mali stovky, možno až tisícky strán.

Autor A. Marcinčin (2000) spomína vo svojej publikácii, že problém správy obchodných spoločností by neexistoval, ak by vlastníci a manažéri mohli spísať perfektné a záväzné zmluvy, vynútiteľné súdmi, zmluvy, ktoré by predvídali všetko možné budúce situácie a učili povinnosti všetkých ľudí vstupujúcich do zmluvy spolu s pokutami za ich nesplnenie. Teória vlastníka a manažéra predpokladá, že napísanie takýchto zmlúv nie je finančne náročné. V reálnom svete však napísanie takejto podrobnej zmluvy môže byť príliš nákladné alebo nemožné. Navyše vlastníci by vedeli ako reagovať vo všetkých situáciách, a tým by už manažérov nepotrebovali a nezamestnávali by ich.

Svet súťaže odhliada od špecifickosti aktív a odpovedá na neoklasickú dokonalú konkurenciu, kde trh a súťaž bezproblémovo vyriešia každý problém. V takomto svete by boli konkrétne tovary rovnaké a vôbec by neboli prispôsobené dopytu (Bebiaková a kol., 2015). Podľa O. E. Williamsona (1990) pravdepodobne najväčší prínos novej inštitucionálnej teórie je v učení o špecifickosti aktív. Autor to vysvetľuje na príklade dvoch technológií. Jedna technológia je viacúčelová a druhá je vyrobená na mieru. V prípade problémov vo výrobe je možné viacúčelovú technológiu bez problémov predať. Pri jednoúčelovej technológii by bol predaj oveľa náročnejší a investor by podstúpil určité riziko. O. E. Williamson (1990) aplikoval faktorovú špecifickosť aj na organizačnú rovinu. Tvrdí, že problém ekonomickej informácie súvisí so špecifickosťou aktív a s informačnou asymetriou (nie všetci majú rovnako kvalitné a disponibilné informácie).

Svet prísľubu predpokladá, že zmluvné strany nikdy nebudú chcieť poškodiť jeden druhého a pri vzniknutom probléme budú postupovať tak, aby boli obe strany spokojné. Jediná reálny svet je svet riadenia a kontroly (Mlčoch, 2005). V tomto svete treba zmluvy riadiť – zapracovať dodržiavanie a vynutiteľnosť zmluvných vzťahov, pretože do neho vstupuje faktorová špecifickosť a možnosť oportunistického správania zmluvných strán.

Tabuľka č. 1 - Hypotetické svety zmlúv

Obmedzená racionalita	Oportunizmus	Faktorová špecifickosť	Zmluvný svet
0	+	+	Plánovanie
+	0	+	Prísľub
+	+	0	Súťaž
+	+	+	Riadenie a kontrola

Zdroj: O. E. Williamson (1990, str. 35)

1.2 Vznik a vymedzenie pojmu corporate governance

Prvý národný kódex najlepšej praxe pre správu spoločnosti bol prijatý Adrianom Cadburym v roku 1992 a neskôr v roku 1999 vydala OECD (Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj) princípy pre správu spoločnosti (Bebiaková a kol., 2015). Dokument bol revidovaný v roku 2004 a má odporúčajúci charakter (Okruhlica, 2013). USA v roku 2003 prijala, tzv. Sarbanes-Oxley Act. Je to zákon, ktorý trestnoprávne postihuje nelegálne činnosti manažmentu a správnej rady (Okruhlica, 2013). Prístup k problematike CG sa v USA rozlišuje od prístupu v EÚ. V USA sú to pravidlá – povinná báza a v EÚ princípy založené na dobrovoľnej báze (Bebiaková a kol., 2015).

Väčšinou sa pojem corporate governance neprekladá, ale za najvýstižnejší preklad môžeme považovať „správa spoločnosti“.

J. Klírová definuje správu spoločnosti takto: *„Úlohou správy obchodnej spoločnosti je posudzovať podnikateľskú výkonnosť zo širšieho pohľadu ako exekutíva, tzn. Zvažovať záujmy všetkých oprávnene zainteresovaných strán a v tomto smere svojou činnosťou ovplyvňovať tvorbu podnikateľskej stratégie a jej implementáciu s cieľom uspokojiť tieto záujmy* (Klírová, 2001).*“*

Autorský kolektív M. Hučka, M. Malý a F. Okruhlica (2007) pojem corporate governance definujú ako „*problematiku vlastníckych vzťahov a systémov, akými vlastníci uplatňujú svoje vlastnícke práva a kontrolu voči riadiacej oblasti spoločnosti, zároveň správa spoločnosti zahrňuje procesy, štruktúry a vzťahy, pomocou ktorých správne orgány dohliadajú na činnosť svojich exekutívnych pracovníkov* (Hučka – Malý - Okruhlica, 2007).*“*

Podľa nového kódexu z roku 2015 OECD corporate governance zahŕňa súbor vzťahov medzi vedením spoločnosti, jej predstavenstvom, akcionármi a ďalšími zainteresovanými

stranami. Corporate governance poskytuje aj štruktúru, prostredníctvom ktorej sa stanovujú ciele spoločnosti a určujú sa prostriedky na dosiahnutie týchto cieľov a monitorovanie výkonnosti. Ďalej by dobrá správa spoločnosti mala vhodne stimulovať radu a manažment, ktorí by mali sledovať ciele tak, aby boli v záujme spoločnosti a akcionárov a mala by umožniť účinné monitorovanie, ktoré by povzbudzovalo spoločnosť v efektívnom využívaní zdrojov (OECD, 2015).

Podľa autora A. Marcinčina (2000) sa akcionári a investori, teda vlastníci spoliehajú na systém správy obchodných spoločností preto, aby si zabezpečili výnosy z investícií. Definícia správy spoločnosti podľa Shleifera a Vishnyho (1997) je „*správa obchodných spoločností sa zaoberá spôsobmi, ktorými si dodávatelia financií spoločnostiam zaručujú výnos zo svojich investícií.“* Podľa Zingelesa (1997) je systém správa obchodných spoločností *„komplexnou množinou obmedzení, ktoré formujú ex post rokovania o kvázirentách generovaných v priebehu vzťahu.“*

Kódexy OECD

Ako sme už spomenuli vyššie, OECD prvýkrát vydali princípy pre správu spoločnosti v roku 1999. Neskôr vydali aktualizáciu princípov v roku 2004, ktoré sa stali základom pre nový kódex. Návrh nového kódex OECD/G20 bol prerokovaný na Fóre Corporate Governance v apríli 2015 a prijaté boli v novembri 2015 na sumite G20 v Antalyi.

Cieľom princípov zverejnených v apríli 1999 bolo pomôcť vládam *„ohodnotiť a zlepšiť právny, inštitucionálny a regulačný rámec pre správu obchodných spoločností v ich krajinách a poskytnúť smernice a podnety pre burzy, investorov, spoločností a iné strany, ktoré zohrávajú úlohu v procese rozvoja dobrej správy obchodných spoločností* (OECD, 1999).“

Princípy, zverejnené organizáciou OECD v roku 1999, pokrývali päť oblastí (OECD, 1999):

- práva akcionárov – vlastnícke práva, právo získavať informácie, hlasovať, podieľať sa na zisku,
- rovnaké zaobchádzanie s akcionármi, vrátane minoritných a zahraničných,
- úloha podielnikov – práva podielnikov stanovené zákonom by mali byť chránené,

- zverejňovanie informácií a transparentnosť,
- zodpovednosť správnej rady – členovia rady by mali konať na základe plných informácií, v dobrom úmysle a v najlepšom záujme podniku akcionárov, mali by monitorovať manažment a niesť zodpovednosť pred podnikom a akcionármi.

V máji 1999 sa OECD a Svetová banka dohodli na spolupráci pri podpore zlepšovania správy obchodných spoločností vo svetovom meradle. Zastávajú názor, že dobrá správa spoločnosti je dôležitá pre zlepšenie dlhodobej hospodárskej výkonnosti jednotlivých krajín a pre posilnenie medzinárodného finančného systému. V pláne mali aj založenie nového Globálneho fóra správy obchodných spoločností a regionálneho Fóra pre dialóg politík a Rozvojového fóra.

V júni 1995 vznikla Poradná skupina o konkurencii (Competitiveness Advisory Group - CAG*),* ktorá mala za hlavnú úlohu vypracovanie správy o stave konkurencieschopnosti Únie s cieľom stimulovať konkurencieschopnosť a využívať jej prínosy z hľadiska rastu a zamestnanosti (Ciampi, 1995). Poukázali na to, že priemerná veľkosť európskej burzy bola menej než polovičná oproti jej obchodným partnerom a zistili veľké rozdiely medzi krajinami EÚ. Ďalej poukázali na to, že rozdiely vo správe obchodných spoločností a v právnom rámci sú značnou prekážkou finančnej integrácie. Po diskusiách sa uskutočnili niektoré reformy na národnej úrovni, avšak na európskej úrovni neboli dosiahnuté nijaké dohody. CAG odporučila, aby sa dosiahol európsky kód správy obchodných spoločností, pravdepodobne zhodný s kódom OECD. Mal by obsahovať pravidlá o verejnom vlastníctve spoločností, obmedzenia protekcionárskych prekážok zahraničnému vlastníctvu, najmä v priebehu privatizácie (Marcinčin, 2000).

Dôvodom pre aktualizáciu princípov OECD je zabezpečenie vyššej kvality, relevantnosti a užitočnosti princípov správy a riadenia (Debnárová, 2015). Nový kódex z roku 2015 obsahuje šesť kapitol (OECD, 2015):

I. Zabezpečenie základu účinného rámca správy a riadenia spoločností

Prvá kapitola obsahuje základné odporúčania, ktoré s nevyhnutné pre tvorbu dobrej správy a riadenia spoločnosti. Spomínajú, že rámec správy a riadenia spoločností by sa mal rozvíjať s ohľadom na jeho vplyv na celkovú hospodársku výkonnosť krajiny, mal by byť v každom ohľade transparentný. Rozdelenie zodpovedností orgánov by malo byť jasne

formulované a navrhnuté tak, aby slúžilo verejnému záujmu a krajiny by mali posilniť cezhraničnú spoluprácu, a to prostredníctvom dvojstranných a mnohostranných dohôd o výmene informácií.

II. Práva a spravodlivé zaobchádzanie s akcionármi a kľúčové funkcie vlastníctva

Táto kapitola vymenúva základné práva akcionárov, práva o dostatočnom informovaní o nových rozhodnutiach, o zúčastňovaní a hlasovaní na valných zhromaždeniach, o získavaní informácií od manažérov, a iné. Ďalej by sa akcionárom mala uľahčiť účasť na rozhodnutiach a ich názor by sa mal brať do úvahy aj pri ich neprítomnosti na hlasovaní a uľahčiť by sa malo aj ich hlasovanie zo zahraničia. Ďalej autori zdôrazňujú rovnosť akcionárov. Rovnaký hlas majú majoritní a aj minoritní akcionári.

III. Inštitucionálni investori, akciové trhy a ďalší sprostredkovatelia

Správa spoločnosti by mala poskytovať spoľahlivé stimuly v celom investičnom reťazci a zabezpečovať, aby akciové trhy fungovali efektívnym spôsobom a prevádzkovatelia akciových trhov by mali spravodlivo a efektívne zverejňovať ceny ako prostriedok na tvorbu efektívneho riadenia spoločností.

IV. Úloha zúčastnených strán pri správe a riadení spoločností

Rámec správy a riadenia spoločností by mal uznať práva zainteresovaných strán ustanovené zákonom alebo vzájomnými dohodami a podporovať aktívnu spoluprácu medzi podnikmi a zainteresovanými stranami.

V. Zverejňovanie a transparentnosť

Tvorcovia správy a riadenia spoločností by mali zabezpečiť, aby sa včas a presne zverejňovali informácie o všetkých významných udalostiach týkajúcich sa spoločnosti vrátane finančnej situácie, výkonnosti, vlastníctva a správy spoločnosti.

VI. Povinnosti predstavenstva

Posledná kapitola vymenúva povinnosti predstavenstva pri hlasovaní, monitorovaní, rovnocennom zaobchádzaní so všetkými akcionármi a iné. Predstavenstvo by malo zabezpečiť integritu účtovných systémov a systémov finančného výkazníctva vrátane nezávislého auditu a zaviesť primerané systémy kontroly, najmä systémy riadenia rizík, finančnej a prevádzkovej kontroly a dodržiavať právne predpisy a príslušné normy.

1.3 Riadenie rizík

V oddelení riadenia rizík každej spoločnosti by malo byť neoddeliteľnou súčasťou aj corporate governance. Ing. Peter Pažitný, MSc. zaraďuje medzi jeden z princípov corporate governance to, že do zodpovednosti manažérov patrí aj rizikový manažment (Pažitný, 2009).

„*Organizácie riadia riziko tak, že ho identifikujú, analyzujú a následne posúdia, či ho treba modifikovať tým, že sa ním budú zaoberať, aby vyhovovalo určitým kritériám. Počas tohto procesu organizácie komunikujú a konzultujú s akcionármi, monitorujú a preskúmavajú riziko a jeho kontrolu, ktoré ho modifikujú s cieľom dosiahnuť, že sa nebude vyžadovať ďalšie zaobchádzanie* (SÚTN, 2011).“

Efektívne riadenie rizikového manažmentu nie je o úplnom odstránení rizikovosti, ktoré je hlavnou hnacou silou v spoločnostiach a podnikoch. V mnohých jurisdikciách sa problematika riadenia rizika rieši v kódexoch corporate governance, ako je to napríklad v prípade obchodných spoločností kótovaných na New York Stock Exchange (NYSE), v kombinovanom kódexe Spojeného kráľovstva alebo francúzskom AFEP-MEDEF kódexe. Inštitúty a združenia ponúkajú svoje poradenstvo aj na medzinárodnej úrovni (OECD, 2014).

Podľa amerického podnikateľa Warrena Buffeta exituje niekoľko základných princípov, ktoré by mali byť v každej firme zaradené do corporate governance, a tým riadiť riziko. Medzi ne patrí (CNBC, 2018):

- Žiadne predstavenstvo firmy by nemalo byť pri rozhodnutiach obmedzované generálnym riaditeľom alebo manažmentom;
- Každé predstavenstvo by malo pravidelne zasadať bez generálneho riaditeľa;
- Rozdelené predstavenstvo robí lepšie rozhodnutia;
- Každé predstavenstvo potrebuje silného lídra, ktorý je nezávislý od manažmentu;
- Firmy by sa nemali cítiť zaviazané poskytovať informácie o zárobkovej činnosti;
- Kľúčoví inštitucionálni investori by mali mať prístup do spoločnosti, k jej manažmentu a v niektorých prípadoch ku predstavenstvu;
- Spoločnosti nemusia používať Všeobecne akceptované účtovnícke postupy (GAAP) na vysvetlenie a vyjasnenie ich výsledkov, ale nikdy by nemali robiť tak, aby zakryli GAAP, ktoré už zverejnili.

Corporate governance sa dá ponímať aj ako súčasť marketingu. Týmto sa riadi aj Warren Buffet, ktorý svoje správy riadenia spoločnosti zverejňuje ako príbehy. Aj autori Knapík a Krajčík sa vo svojom článku zaoberali myšlienkou, že CG je marketingový nástroj. *„Kvalitne spracovaná správa a riadenie spoločnosti môže prilákať investorov na amerických aj európskych trhoch* (Knapík - Krajčík,2012).*“*

Jedným z ponaučení, ktoré vyplynuli z nedávnej krízy, bolo zlyhanie riadenia rizík v mnohých spoločnostiach. Firmy sa príliš často zameriavali na vnútorné kontroly finančných správ, a tým sa riadenie rizika oddeľovalo od podnikovej stratégie. V mnohých prípadoch sa podnik nehodnotil ako celok a jednotlivé oddelenie spolu nespolupracovali. Rizikoví manažéri boli často oddelení od ostatného manažmentu a neboli považovaní za súčasť tvorenia stratégie spoločnosti (Knapík - Krajčík, 2012).

1.4 Corporate governance a svetová finančná kríza

Mnoho autorov považuje za príčinu vzniku finančnej krízy v roku 2009 zlyhanie corporate governance. Prostredníctvom corporate governance by sa mali zamestnanci spoločností zaoberať každodennými internými operáciami, ktoré sa uskutočňujú v podniku. Často sa však stáva, že existuje rozdiel medzi tým, čo majú firmy napísané vo svojom kódexe corporate governance a medzi skutočne vykonanými postupmi. Každoročne existuje množstvo obvinení vedúcich pracovníkov z podnikových podvodov, ktorí zlyhávajú pri plnení corporate governance, takže ho nedržiavajú. Podobne tomu bolo aj pri vzniku finančnej krízy.

OECD v roku 2009 vydali publikáciu s názvom Poučenia o správe a riadení spoločnosti z finančnej krízy. Zdôrazňujú, že kľúčovou funkciou predstavenstva je skúmanie a usmerňovanie riadenia rizika, vznik krízy preto poukazuje na ich nedostatočný dohľad. Toto zlyhanie sa týka aj nefinančných spoločností. Okrem toho štandardy zverejňovania a účtovníctva a proces úverového ratingu tiež prispeli k slabým výsledkom v oblasti správy a riadenia spoločností, ktoré sa premietli do sektoru finančných služieb (OECD, 2009).

„Vysoká „toxicita“ tejto krízy zároveň dokázala, že voči obdobným situáciám už nemá súčasné svetové hospodárstvo k dispozícii žiadne dostatočne účinné ochranné mechanizmy a že globalizácia, ktorá dovtedy prejavovala svoje pozitívne črty, sa zrazu môže stať doslova „hrobárom“ prechádzajúcich ekonomických úspechov (Baláž – Hamara - Sopková, 2015).*“*

P. Knapík a D. Krajčík vo svojom článku „*Corporate governance failures – causality and consequences"* spomínajú nielen finančnú krízu z roku 2009, ale aj ázijskú z roku 1997. Poukazujú na to, že obidve tieto krízy mali jednu spoločnú príčinu, a to zlyhanie správy spoločnosti. Reformy, ktoré ázijské krajiny po kríze prijali, pomohli zmierniť dopady tejto krízy.

P. Knapík a D. Krajčík zdôrazňujú, že správa spoločnosti by mala byť vypracovaná na dlhé obdobie a dôsledne dodržiavaná. Ideológia voľného trhu spočívala v tom, že spoločnosti zodpovedali svojim zákazníkom, akcionárom, zamestnancom a verejnosti cez správanie zákazníkov a investorov, ktoré sa premietalo do cien akcií. Autori poukazujú na to, že rastúca cena akcií nemusí byť nevyhnutne znakom dobrej CG a v skutočnosti to môže byť opak. „Zlé" spoločnosti boli potrestané predajom akcií a tieto „dobré" odmenené ich kúpou. Táto ideológia oslabila myšlienku CG a zodpovednosti. Autori si kladú otázku či je možné sa spoľahnúť iba na trhové sily alebo čísla. Domnievajú sa, že globalizácia a technológie sťažujú spoľahlivé rozhodnutia, pretože hranice v globálnej ekonomike sa rozšírili zdieľaním technológií a zabezpečovaním externých zdrojov. Mnohé spoločnosti mali dobrú reputáciu, pretože získali najlepší nástroj riadenia rizika: sofistikovaný matematický modelový systém. V skutočnosti to bolo naopak a tieto firmy mali najväčšie straty z hypotekárnych derivátov a CDO[1]. Generálni riaditelia uviedli, že to nebolo zlyhanie kvôli nedostatku komplexnosti v rozhodovaní firiem, ale naopak, kvôli nedostatku jednoduchosti a kritickej perspektívy. Kvôli nadradenosti tohto matematického systému mali len malý priestor na riešenie jednoduchých otázok (Knapík - Krajčík, 2012).

Podľa prehľadu OECD z roku 2010 jedným z najväčších šokov z finančnej krízy bola rozsiahla oblasť zlyhania riadenia rizík. V mnohých firmách riziká neboli zaradené do podnikového základu, firemná stratégia ich nezahŕňala a rizikoví manažéri boli oddelení od ostatného manažmentu. Preto OECD zverejnili odporúčania, ktoré by mali spoločnosti dodržiavať a kvôli ktorým vznikla svetová kríza, pretože neboli dodržané. Cieľom je zabezpečiť, aby riziká boli zohľadnené, riadené a oznamované. Predstavenstvo by malo byť tiež zaradené do riadenia rizika. Spoločnosť by mala zabezpečiť, aby oddelenie riadenia rizika bolo nezávislé od oddelenia, ktoré má na starosti dosiahnuť čo najväčší zisk. Proces riadenia rizika a jeho

[1] Collateralized Debt Obligation – zaistené dlhové obligácie. Finančný nástroj, ktorý je aspoň z časti krytý hypotékou zaťaženou nehnuteľnosťou.

výsledky hodnotenia by mala firma bez odhalenia obchodných tajomstiev zverejniť a zabezpečiť, aby boli zrozumiteľné a transparentné (OECD, 2019). Až na pár výnimiek existujúce normy väčšinou dostatočne nepokrývajú riadenie rizika alebo štandardy a kódexy corporate governance sa na ne vzťahujú nedostatočne. Združenia a organizácie by sa navzájom mali podporovať, aby čoraz viac vyzdvihovali dôležitosť manažmentu rizika a zlepšovali jeho implementáciu. Rôzne prieskumy odhalili, že spoločnosti, ktoré sa od vzniku finančnej krízy snažia rozvinúť riadenie rizika, stále čelia rôznym problémom ako je napríklad spájanie riadenia rizík s podnikovou stratégiou, efektívne definovanie rizík, rozvíjanie podnikových postupov v spojitosti s riadením rizík, zohľadňovanie pripomienok zúčastnených strán a riešenie všetkých týchto problémov z pohľadu celého podniku. Týmto problémom čelia finančné a aj nefinančné spoločnosti (OECD, 2014).

1.5 Modely corporate governance

Správne orgány sa v jednotlivých krajinách líšia veľkosťou, štruktúrou, obsadením a aj vzájomnými vzťahmi. Tieto rozdielnosti vyplynuli predovšetkým z tradícií a historického vývoja kultúrnej, sociálnej, politickej a ekonomickej oblasti. Jednoznačné oddelenie vlastníctva od riadenia vyvoláva rast vplyvu ďalších záujmových skupín (Okruhlica, 2013).

V dôsledku odlišného historického a kultúrneho vývoja sa vyvinuli dva základné modely (systémy) corporate governance (Mlčoch, 2005):

- Anglosaský systém – „outsider control system“ alebo „exit“;
- Nemecký systém – „insider control system“ alebo „voting“

Okruhlica vo svojej knihe uvádza aj ázijské modely správy spoločnosti. Sú to napríklad japonský alebo čínsky. Tieto modely majú svoje špecifiká, my sa však v práci budeme zaoberať len anglosaským a nemeckým modelom.

Anglosaský model

Tento model je autormi označovaný aj ako angloamerický alebo outsider. Je v ňom typická jednoúrovňová štruktúra správneho orgánu. Podľa tohto systému majú manažéri rešpektovať rozhodnutia vlastníkov, ktorí sa predovšetkým zaujímajú o ekonomický rast a rast cien akcií a dividend. Rozšíril sa hlavne v Spojených štátoch amerických, Spojenom kráľovstve

a v krajinách Britského spoločenstva (Commonwealth) ako sú napríklad Kanada, Nový Zéland a Austrália.

V Spojenom kráľovstve a rovnako aj v Spojených štátoch sa postupne zvyšovalo vlastníctvo akcií inštitucionálnymi investormi[2] a znižovalo vlastníctvo jednotlivých akcionárov. Prejavilo sa to aj v rastúcom vplyve inštitucionálnych investorov. Na druhej strane to vyvolalo regulačné zmeny určené na uľahčenie presadenia ich záujmov a interakcie v procese správy a riadenia spoločností (Three models, 2005).

Hlavným zdrojom financovania sú kapitálové trhy. Model zaraďujeme do trhovo-centrického finančného systému, pretože v tejto skupine krajín sa nachádzajú vysoko likvidné trhy komerčných cenných papierov, najmä burzy cenných papierov (Mellyn – Saal, 1998). Investori sa neustále zaoberajú diverzifikáciou rizika, čím sa snažia o splnenie cieľa, ktorým je maximálny výnos pre akcionárov (Okruhlica, 2013).

V jednoúrovňovej štruktúre správneho orgánu, ktorá sa vyvinula v rámci tohto systému, sa realizujú všetky aktivity správy spoločnosti. Dobre rozvinutý právny rámec vymedzujúci práva a povinnosti troch kľúčových aktérov a nekomplikovaný prístup interakcie medzi akcionármi a spoločnosťou a aj medzi samotnými akcionármi je charakteristický pre tento model. Medzi troch kľúčových aktérov patrí vedenia, riaditelia a akcionári (Three models, 2005)

Ako sme už spomenuli vyššie model vychádza z teórie akcionárskej hodnoty, podľa ktorej je hlavným strategickým cieľom spoločnosti, čo najviac maximalizovať úžitok jej akcionárov (Okruhlica, 2013). Vlastníctvo je rozdelené medzi nebankové finančné inštitúcie a minoritných individuálnych akcionárov. Viac sa využíva „exit“ ako „voting“ - nehlasujú priamo v predstavenstve, ale hlasujú tým, že predávajú a nakupujú akciové podiely. Predstavenstvo je ovládané manažérmi a sú len slabo zodpovedné vlastníkom (akcionárom) priamo. Coporate governance skôr vykonáva kapitálový trh sám: manažéri pracujú pod stálym tlakom a hrozbou zmeny kontrolných balíkov akcií. Vlastník dáva svoju nespokojnosť najavo tým, že predáva svoje akcie, preto sa tento model často nazýva „outsider“ alebo „exit“ systém (Mlčoch, 2005).

[2] inštitucionálni investori - kolektívne investovanie (dôchodkové fondy) – v slovenskom kódexe princíp č. II.

La Porta a kol. (1998) uvádzajú, že hlavným problémom vo veľkých spoločnostiach je obmedzenie vyvlastnenie minoritných akcionárov majoritnými, a nie obmedzenie budovania impérií profesionálnymi manažérmi. Marcinčin (2000) uvádza, že veľkí akcionári majú záujem o zber informácií a monitorovanie manažmentu. Zameriavajú sa na maximalizáciu zisku a dostatok kontroly nad aktívami, ale ich skutočná sila závisí od právnej ochrany. Problémom tohto mechanizmu je, že veľkí akcionári majú stimuláciu ku vyvlastneniu majetku menších, minoritných akcionárov. Pokiaľ nie sú minoritní vlastníci dostatočne chránení zákonom, do nákupu akcií neinvestujú.

Nemecký model

Tento model sa výrazne líši od anglosaského. V teórii sa označuje aj ako kontinentálny, európsky alebo „insider" model. Ide o dvojúrovňový model. Rozvinul sa predovšetkým v Nemecku, Rakúsku, Holandsku, Taliansku a v škandinávskych štátoch.

Vlastníctvo je koncentrované, korporácie vlastnia rozhodujúce množstvá akcií medzi sebou navzájom a prístup vonkajšieho investora do firmy je veľmi zložitý. Trhy s akciami nehrajú dôležitú úlohu vo vykonávaní corporate governance. Banky majú úzke vzťahy so svojimi klientmi: vyskytujú sa v dozorných radách, aktívne sa podieľajú sa reštruktualizácii firiem, vystupujú ako brokeri, držia koncentrované balíky akcií – vďaka tomu majú značné hlasovacie práva. Obchodný zákonník je postavený na dvojvrstvovom riešení. Predstavenstvo zložené z manažérov je zodpovedné dozornej rade. Corporate governance je vykonávané priamo, hlasovaním v dozornej rade, ktorá tiež rozhoduje o prípadnom odvolaní manažérov, preto je tento model nazývaný aj „insider" alebo „voting" systém. Okrem toho sú firmy zo zákona povinné konzultovať svoje rozhodnutia s predstaviteľmi odborov a aj zástupcami zamestnancov, ktorý majú zastúpenie v dozorných radách (Mlčoch, 2005).

Nemecké banky sú kľúčovými hráčmi v nemeckom modeli správy a riadenia spoločností a v menšej miere sú to akcionári spoločností. Banky v tomto modeli zvyčajne zohrávajú viacstranné úlohy na valných zhromaždeniach. Vystupujú ako akcionári, veritelia, emitenti vlastného imania a dlhu, depozitári (depozitná banka) a hlasovací agenti. V roku 1990 boli v dozorných radách v 85 zo 100 najväčších nemeckých spoločností zastúpené tri najväčšie

nemecké banky (Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG a Commerzbank AG) (Three models, 2005).

Nemecko má silnú federálnu tradíciu. Federálne aj štátne právo ovplyvňuje správu spoločností. Federálne zákony zahŕňajú zákon o akciových spoločnostiach, zákon o burzách, Obchodné právo a aj zákony upravujúce zloženie dozornej rady sú federálnymi zákonmi. Regulácia nemeckých búrz je však upravovaná jednotlivými štátmi. Federálna regulačná agentúra pre cenné papiere bola založená v roku 1995. Napĺňa bývalú medzeru v nemeckom regulačnom systéme (Three models, 2005).

Jeden z rozdielov v nemeckom účtovníctve oproti americkému je, že nemecké firmy môžu zhromažďovať značné rezervy. Tieto rezervy umožňujú nemeckým podnikom podhodnocovať ich skutočnú hodnotu. Takýto postup je podľa amerického GAAP zakázaný (Three models, 2005).

Marcinčin (2000) uvádza, že to, ktorý typ vlastníctva spoločnosti prevláda, závisí od zákonnej ochrany investorov. Správa obchodných spoločností v kontinentálnej Európe závisí viac od veľkých investorov, niekedy rodín a od bánk s dlhodobejšími vzťahmi s podnikom, keďže zákonná ochrana je tu slabšia. Naopak v Spojených štátoch a Veľkej Británii efektívnosť správa obchodných spoločností vo všeobecnosti závisí od transparentnosti vydávania a používania informácií, ochrane zákonných a kontraktačných práv a zodpovednosti manažmentu.

Podľa Marcinčina insiderský a outsiderský model majú niekoľko spoločných znakov (Marcinčin, 2000):

- diverzifikácia portfólia na medzinárodnej úrovni prináša vyššie výnosy s menším rizikom ako čisto domáce portfólio,
- firmy emitujúce akcie na zahraničných kapitálových trhoch môžu znížiť náklady kapitálu,
- inštitucionálni investori požadujú medzinárodné normy riadenia,
- globalizácia na trhu výrobkov zvyšuje konkurenciu, a tým núti podniky, aby zefektívnili riadenie.

Môžeme zhodnotiť, že tieto dva ideálne typy CG neexistujú v žiadnom štáte v čistej podobe, dokonca ani v krajinách, podľa ktorých dostali svoje pomenovania. Každá konkrétna inštitucionálna štruktúra je zmesou oboch modelov, pričom jeden z nich prevažuje.

1.6 Corporate governance na Slovensku

Bez znalosti histórie je nemožné poznať súčasnosť a dôvod vývoja jednotlivých udalostí. Kroky štátnych orgánov pri vzniku Slovenskej republiky boli základom pre vývoj mnohých oblastí, medzi ktoré patrí aj corporate governance. V tejto podkapitole sa pozrieme na to, čo je dôvodom obrovských rozdielov v kapitálových trhoch medzi Slovenskom a USA a aké udalosti stoja za tým, že slovenskí občania nedôverujú burzám. Nedôvera v burzový trh je dôvodom prečo slovenské firmy nemôžu jednoduchšie získať peniaze na štart podniku.

Privatizácia

Koncom osemdesiatych rokov 20. storočia došlo v Československu k prevratným politickým zmenám, ktoré smerovali k demokracii. Očakával sa rýchly nástup prosperity, ktorá bola typická pre vyspelé kapitalistické krajiny. Hlavnými črtami vtedajšieho centrálne plánovaného ekonomického systému bola prevaha štátneho vlastníctva, politická byrokracia, makroekonomická nerovnováha a mäkké rozpočtové obmedzenia. Mäkké rozpočtové obmedzenia znamenali, že neexistoval priamy vzťah medzi získavaním zdrojov a ich efektívnym využitím. Či firma bankrotovala alebo nie, peniaze im vždy prišli (Okruhlica, 2013).

Podľa Marcinčina podniku vlastnené štátom majú nízku výkonnosť kvôli konfliktom záujmov štátu a zlou správou obchodných spoločností. Súkromné vlastníctvo je preto preferované pred štátnym. Marčičin upozorňuje na to, že vlastníctvo nie je zárukou zlepšenej efektívnosti, ak chýba detailný právny rámec garantujúci právo vlastníkov vykonávať kontrolu a súdy ochotné vymáhať dodržiavanie zákonov. Mnohé krajiny zlyhali v snahe zefektívniť výkonnosť podnikov vlastnených štátom privatizačnými postupmi, ktoré viedli nových vlastníkov k maximalizácii majetku v krátkodobom období na úrok ostatných akcionárov (Marčičin, 2000).

SACG poukazuje na to, že prechod z plánovaného hospodárstva na trhové a formovanie súkromného vlastníctva na Slovensku sprevádzali mnohé negatívne javy. Boli to napríklad

nedostatočná tvorba inštitucionálneho a právneho rámca alebo netransparentná privatizácia štátnych spoločností. Značný vplyv mali aj na úroveň správy a riadenia súkromného majetku. 90-te roky so sebou priniesli prílev zahraničného kapitálu, a tým nové procesy správy podnikov a zmenili pohľad na transparentnosť a metódy správy, ktoré už boli štandardom vo vyspelých krajinách (SAGC, 2016). Okruhlica (2013) vo svojej knihe Vlastnícka správa spoločnosti hodnotí tento prechod podobne: „*Vlastníctvo nie je zárukou lepšej efektívnosti, ak chýba detailný právny a inštitucionálny rámec, ktorá garantuje práva a povinnosti vlastníkov vykonávať správu podnikov a súdy, ktoré sú ochotné vymáhať dodržiavanie zákonov.“*

Podľa Marcinčina (2000) medzi negatívne javy patrila aj značná nezhoda medzi politikmi a manažérmi, ktorú môžeme pozorovať v Rusku ale aj na Slovensku. Keďže je takáto nezhoda pre rozvoj ekonomík škodlivá, mnohí upozorňovali na to, že by privatizácia mala predchádzať politickým reformám (Marcinčin, 2000).

Proces transformácie sa v krajinách po celom svete mohol uskutočniť dvoma spôsobmi. Rozdielom medzi nimi bola rýchlosť prechodu na trhovú ekonomiku. Prvá skupina krajín sa rozhodla pre rýchly radikálny model, ktorého hlavným cieľom bol prechod v čo najkratšom čase. Druhým modelom bol pomalý graduistický model, ktorého príkladom je Čínska ľudová republika, ktorej úplný prechod nie je dodnes ukončený. Keďže zástancovia graduistického modelu nepredložili ucelený plán prechodu, v júni 1990 sa na Slovensku legitimizoval radikálny model. Podporovatelia radikálneho modelu predložili jasnú predstavu, ktorá bola sčasti ovplyvnená poľskou ekonomickou transformáciou (Okruhlica, 2013).

Autorský kolektív Z. Kittová, D. Steinhauser a V. Ružeková (2018) uvádza, že privatizácia na Slovensku mala formu reštitúcie, rozsiahlej privatizácie a maloobjemovej privatizácie. V januári 1991 bola založená Burza cenných papierov v Bratislave. Rozsiahla privatizácia prebehla v dvoch fázach: prvá bola v rokoch 1991 - 1993 a druhá v rokoch 1993 - 1996. Prvá fáza prebehla formou tzv. kupónovej privatizácie a začala sa prípravou zoznamu privatizovaných spoločností. Slovenským občanom boli poskytnuté kupónové knihy so 100 investičnými bodmi výmenou za 1000 Kčs (československá koruna). Občania (investor) boli schopní priamo nakupovať akcie spoločnosti alebo investovať svoje investičné body do tzv. Investičných privatizačných fondov (IPF). Keďže im chýbali znalosti o investovaní, preferovali

sa IPF. Tieto fondy získali 6,1 miliardy investičných bodov, čo predstavovalo 71% z celkového počtu (Kittová – Steinhauser - Ružeková, 2018).

Podľa Okruhlicu (2013) prvá vlna kupónovej privatizácie v roku 1993 prispela k vzniku kapitálového trhu, ako verejného trhu s cennými papiermi. Už od roku 1994 sa začali objavovať negatívne stránky, predovšetkým kvôli nedostatočnej regulácie tohto trhu. Negatívom bola aj vysoká miera rozdrobenosti majetku či veľký počet akcionárov. Nedostatočná regulácia umožnila účastníkom trhu vykonávať činnosti, ktoré neboli kompatibilné s zahraničnými vyspelými trhmi. Dôsledkom boli obmedzovanie práv minoritných akcionárov, poškodzovanie akcionárov investičných fondov pri nakladaní manažérov s majetkom fondov, zneužívanie neinformovanosti občanov pri pochybnom skupovaní akcií získaných v kupónovej privatizácii. Tieto negatívne signály mali byť výzvou pre kompetentné štátne orgány, aby začali prijímať potrebné opatrenia. Neskorší vývoj však ukázal, že pre začatie týchto opatrení chýbala profesionálna kompetentnosť a politická vôľa. Práve preto od roku 1995 zahraniční portfólioví investori stratili záujem o slovenský kapitálový trh a postupne úplne opustili tento trh. Dôveru investorov otriaslo hlavne zrušenie druhej vlny privatizácie. Tá mala ešte horšie výsledky. Štátny majetok sa predával za zlomok vtedajších trhových cien, a to odradilo väčšinu serióznych investorov. Štát nezasiahol ani v tomto prípade. Jeho pasívny prístup umožnil presadzovanie záujmov jednotlivých subjektov na úkor rozvoja trhu. Štát vykonal od týchto udalostí viacero legislatívnych a inštitucionálnych zmien, aby obnovilo dôveru. Slovenskému kapitálovému trhu však stále chýba dostatočná výkonnosť a likvidita a prevažuje v ňom hlboká stagnácia (Okruhlica, 2013).

Slovenské spoločnosti boli od vzniku zamerané len na maximalizáciu zisku. Rastúca konkurencia a vplyvy medzinárodného vývoja na Slovensko postupne skvalitnili systém správy a riadenia spoločností. Téma kvality správy a riadenia spoločností nie je problémom len slovenských spoločností, ale celosvetovo patrí medzi najdiskutovanejšie témy práv obchodných spoločností (SAGC, 2016).

Na Slovensku viedli k formulovaniu určitých zásad hlavne negatívne skúsenosti. Sú to zásady, ktorými by sa mali riadiť vzťahy medzi majiteľmi a výkonným manažmentom spoločnosti, a taktiež ostatnými zainteresovanými stranami (SAGC, 2016). Práve rozptýlené

vlastníctvo ako výsledok kupónovej privatizácie bolo považované za vhodný prostriedok usmerňovania občanov na adaptáciu na trhovú ekonomiku (Hučka, 2002).

Vznik CG na Slovensku

Na Slovensku, tak ako v mnohých štátoch sveta, sa Burza cenných papierov ujala iniciatívy vytvoriť národný kódex správy a riadenia spoločnosti. V spolupráci s FIRST Initiative Management Unit, London, ekonomickým inštitútom INEKO, vtedajším Úradom pre finančný trh, zástupcami profesijných asociácií a kótovaných spoločností v roku 2001 usporiadali stretnutie, kde prerokovávali dva návrhy kódexov – jeden od INEKO a druhý od BCPB (SAGC, 2016).

Inšpirovaný Princípmi správy a riadenia spoločností OECD, vznikol v roku 2002 Zjednotený kódex správy a riadenia spoločností. Spoločnosti, ktoré boli kótované na BCPB, boli od apríla 2003 zaviazané dodržiavať Zjednotený kódex, ktorý sa súčasťou burzových pravidiel pre prijatie akcií na kótovaný trh (SAGC, 2016).

Vďaka podpore dvadsiatich zakladajúcich členov v roku 2004 vznikla Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností – Central European Corporate Governance Association (CECGA) ako neziskové občianske združenie. V rokoch 2004 a 2005 začala CECGA v spolupráci s odbornou verejnosťou pracovať na aktualizácii kódexu. Dnes, po valnom zhromaždení z dňa 9.4.2018, asociácia zmenila názov na nový: „Slovenská asociácia Corporate Governance (Slovak Association of Corporate Governance – SACG)“. V novom Kódexe zohľadnili právne predpisy Slovenskej republiky a taktiež iniciatívy Európskej komisie. V septembri 2007 bol zverejnený na internetovej stránke CECGA, aby Kódex mohol byť doplnený o pripomienky odbornej verejnosti. Po spolupráci Pracovnej skupiny, Riadiaceho výboru a odbornej verejnosti CECGA vydala v roku 2008 nový Kódex správy a riadenia spoločností na Slovensku (SAGC, 2016).

Okrem kódexov CG, ktoré spoločnosti zverejňujú, sa slovenské spoločnosti v súvislosti s riadením rizika musia riadiť zákonmi. Medzi tieto zákony patria:

- Zákon 297/2008, o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a o ochrane pred financovaním terorizmu a o zmene a doplnení niektorých zákonov

- Zákon 431/2002 o účtovníctve v najnovšom znení a § 20 bod 6 a 7

Na všetky firmy, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu BCPB, sa vzťahuje s účinnosťou od 1. januára 2008 novela zákona č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.

„(6) Účtovná jednotka, ktorá emitovala cenné papiere a tie boli prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, je povinná vo výročnej správe uviesť ako osobitnú časť výročnej správy vyhlásenie o správe a riadení, ktoré obsahuje a) odkaz na kódex o riadení spoločnosti, ktorý sa na ňu vzťahuje alebo ktorý sa rozhodla dodržiavať pri riadení, a údaj o tom, kde je kódex o riadení spoločnosti verejne dostupný, ... (Zákon 431/2002 o účtovníctve v najnovšom znení a § 20 bod 6 a 7)“

Po prvýkrát zverejnili spoločnosti v roku 2007 vo svojich výročných správach prehlásenie podľa zásady „comply or explain“ (dodržiavaj alebo vysvetli). Uvádzajú v ňom do akej miery dodržiavajú princípy good corporate governance (dobrej správy a riadenia spoločností). Pokiaľ spoločnosť niektorý z princípov zatiaľ neuplatňuje, uvedie vo výročnej správe dôvod (SAGC, 2016).

Kódex správy spoločností na Slovensku

Kódex pripravoval Riadiaci výbor, ktorého vytvorenie iniciovala CECGA. Zverejnený bol v roku 2016. Návrh nového kódexu je určený pre všetky spoločnosti nielen pre tie, ktorých cenné papiere sú obchodované na burze. Je pre všetky spoločnosti, ktoré majú záujem prihlásiť sa k nemu a postupne implementovať do systému správy jeho zásady. Kódex upravuje vzťahy vo vnútri spoločnosti a rovnako aj vzťahy spoločnosti s jej okolím na princípe otvorenosti, poctivosti a zodpovednosti.

Kódex obsahuje jeden základný princíp a ďalších päť princípov. Základným princípom je Zabezpečenie efektívneho rámca správy spoločností. *„Základný rámec správy spoločností by mal presadzovať transparentný a spravodlivý trh a efektívnu alokáciu zdrojov. Mal by byť v súlade so zákonmi a podporovať ich presadzovanie a účinný dohľad* (SAGC, 2016)*.“*

I. princíp: Práva akcionárov, spravodlivé zaobchádzanie s akcionármi a kľúčové funkcie vlastníctva

Prvý princíp vymenúva práva akcionárov a zdôrazňuje to, aby sa rovnako pristupovalo ku všetkým akcionárom – majoritným aj minoritným. V tomto princípe je opísané aj trhové prostredie, ktoré by malo umožňovať efektívne a transparentné možnosti získania kontroly nad spoločnosťou.

II. princíp: Inštitucionálni investori, kapitálové trhy a iní sprostredkovatelia

V druhom princípe opisujú inštitucionálnych investorov, hlasovanie, poskytovateľov služieb a aj právo, ktorým sa riadia spoločností obchodovaných v inej krajine ako je krajina ich zápisu do obchodného registra. Rámec správy spoločností by mal poskytovať funkčné stimuly v rámci celého investičného reťazca. Taktiež by mal zabezpečiť, aby kapitálové trhy fungovali spôsobom, ktorý prispieva ku kvalitnej správe spoločností.

III. princíp: Úloha zainteresovaných strán pri správe spoločností

Práva zainteresovaných strán by mali byť stanovené zákonom alebo prostredníctvom vzájomných dohôd a podporovať aktívnu spoluprácu medzi spoločnosťou a zainteresovanými stranami pri vytváraní duševných a materiálnych hodnôt, pracovných miest a udržateľnosti finančne zdravých spoločností, pričom by toto všetko mal rámec správy spoločností obsahovať. V tomto princípe sa opísaný aj Princíp "dodržuj alebo vysvetli". Prípadné odchýlky od Kódexu by mali byť primerane vysvetlené a zverejnené.

IV. princíp: Zverejňovanie informácií a transparentnosť

Tento princíp opisuje, ktoré všetky informácie by mali byť zverejnené v rámci správy spoločností. Zverejňovať by sa mali včasné a presné informácie vo všetkých podstatných záležitostiach týkajúcich sa spoločnosti vrátane finančnej situácie, výkonnosti, vlastníctva a správy spoločnosti.

V. princíp: Zodpovednosť orgánov spoločnosti

Posledný z princípov opisuje strategické riadenie spoločnosti, efektívne monitorovanie manažmentu orgánmi spoločnosti a zodpovednosť orgánov spoločnosti voči spoločnosti a akcionárom.

Väčšina princípov je dnes už súčasťou zákonov alebo sa ich súčasťou v blízkej budúcnosti stanú. Niektoré sú záväzné pre všetky akciové spoločnosti, niektoré pre spoločnosti obchodované na regulovanom trhu, niektoré pre banky, poisťovne a iné osobitné druhy obchodných spoločností. V kódexe sú uvedené všetky princípy, napriek tomu, že povinnosť dodržiavať niektoré z nich vyplýva pre niektoré spoločnosti priamo zo zákona. Zákony sa v dobe krízy často menia, ale princípy dobrej správy spoločností by mali mať stabilnejšiu povahu, a tak by mal byť vnímaný aj Kódex správy spoločností na Slovensku.

2. Cieľ práce

V diplomovej práci sa zaoberáme problematikou corporate governance a riadenie rizika v medzinárodnej obchode. Práca pozostáva z dvoch hlavných častí – z kapitol Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí a Výsledky práce a diskusia. Hlavným cieľom je zistenie či subindexy corporate governance z indexu Doing business, a teda aj corporate governance jednotlivých krajín, majú vplyv na pridanú hodnotu krajín.

Pre naplnenie hlavného cieľa našej diplomovej práce sme si určili parciálne ciele v prvej kapitole - Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí:

- teoretické východiská corporate governance,
- vymedzenie pojmu corporate governance a jeho vznik,
- priblíženie Kódexu OECD a Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku
- objasnenie riadenie rizika,
- súvislosť corporate governance a svetovej finančnej krízy,
- opis modelov corporate governance,
- priblíženie corporate governance na Slovensku.

V časti Výsledky práce a diskusia sme si stanovili nasledovné ciele:

- posúdenie Slovenska v indexoch, ktoré hodnotia corporate governance,
- zhodnotenie správ a riadenia vybraných spoločností pôsobiacich na Slovensku,
- zistenie závislosti medzi subindexami Doing business a pridanou hodnotou.

Na zistenie hlavného cieľa našej diplomovej práce – závislosti medzi nami zvolenými premennými, sme v súvislosti s realizovaním kvantitatívneho výskumu – regresnej analýzy, špecifikovali nasledovné hypotézy:

Hypotéza č. 1: S rastúcou hodnotou skóre ochrany minoritných investorov očakávame zvýšenie pridanej hodnoty na obyvateľa.

Hypotéza č. 2: S rastúcou hodnotou skóre riešenie platobnej neschopnosti očakávame zvýšenie pridanej hodnoty na obyvateľa.

3. Metodika a metódy skúmania

V práci sme rozpracovali tému corporate governance a riadenie rizika v medzinárodnom obchode. Pri písaní práce sme použili viacero metód, ktoré prispeli k tomu, aby sme získali čo najlepší a najkomplexnejší prehľad o danej téme.

Práca je rozdelená do dvoch kapitol. Sú to Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí a Výsledky práce a diskusia. V prípravnej fáze sme študovali odbornú literatúru v danej problematike. Pri písaní záverečnej práce sme použili viaceré teoretické metódy. Ako prvú sme použili analýzu, ktorú sme využili v každej kapitole okrem záveru. V závere sme použili syntézu. Po analýze sme použili abstrakciu. Ďalej sme použili indukciu a dedukciu. Uskutočnili sme zber informácií z viacerých zdrojov, a to z knižných ako aj z elektronických. Využili sme najmä odbornú literatúru ako odborné knihy, odborné články, literárne publikácie, časopisy a dostupné internetové databázy a štatistické údaje. Neskôr sme roztriedili a zvolili vhodné zdroje (Grančay – Szikorová - Fodorová, 2013).

Pomocou štatistických a ekonometrických metód sme vypracovali časť Výsledky práce a diskusia diplomovej práce. Medzi tieto metódy patrí aj jedna z metód kvantitatívneho výskumu, konkrétne regresná analýza. V súčasnosti je regresná analýza jednou z najviac používaných metód štatistiky v ekonómii a podnikaní, je to vďaka podrobne rozpracovanej teórii, ktorá je overená v praxi (Pacáková, 2009). Podľa Pacákovej regresná analýza predstavuje „*súhrn štatistických metód a postupov, slúžiacich na štúdium vzájomných vzťahov medzi dvoma alebo viacerými premennými, prostredníctvom regresného modelu. Regresný model je matematický predpis, ktorý zjednodušene charakterizuje vzťahy medzi premennými* (Pacáková, 2009).“

Regresná analýza je štatistická metóda pomocou ktorej môžeme preskúmať príčinný vzťah medzi dvomi alebo viacerými premennými a dokážeme ho exaktne vyčísliť. Je možné určiť veľkosť vplyvu a dokonca predpokladané hodnoty aké bude nadobúdať závislá premenná, ak poznáme hodnotu nezávislej premennej. Pri regresii predpokladáme, že jedna premenná závisí od druhej premennej. Závislá premenná (dependent variable – DV, cieľová premenná a označujeme ju Y). Tá, ktorá ovplyvňuje sa nazýva Nezávislá premenná (independent variable –

IV, označujeme ju X) alebo aj prediktor či regresor. Nezávislých premenných, ktoré ovplyvňujú závislú môže byť viacero (Hanák, 2016).

Tabuľka č. 2 – Premenné v rovnici

Závislá premenná Y	**Nezávislé premenné X**
Podiel pridanej hodnota a obyvateľov v konkrétnej krajine za rok 2015	Ochrana minoritných investorov z Indexu Doing business za rok 2013
	Riešenie platobnej neschopnosti z Indexu Doing business za rok 2013

Zdroj: vlastné spracovanie

Databáza OECD zverejňuje dáta o pridanej hodnote s oneskorením. Z tohto dôvodu sú údaje našej závislej premennej z roku 2015. Pre efektívne zistenie dopadu údaje našej nezávislej premennej sú z roku 2013.

Nezávislé premenné Ochrana minoritných akcionárov a Riešenie platobnej neschopnosti sme vybrali, pretože sú jedným z ukazovateľov úrovne corporate governance v jednotlivých krajinách. Cieľom je zistiť či tieto ukazovatele ovplyvňujú pridanú hodnotu na obyvateľa nami vybraných krajín.

Premenná Pridaná hodnota je z roku 2015, pretože z tohto roku sú zverejnené posledné údaje. Pre zistenie vplyvu na Pridanú hodnotu krajín sú nezávislé premenné získané z roku 2013. Predpokladáme, že vplyv skóre subindexov Riešenie platobnej neschopnosti a Ochrana minoritných akcionárov sa prejavil neskôr.

Pri vyhodnocovaní časových radov sa nezávislé premenné (X) posúvajú (lags). Je ekonomicky logické, že nezávisle premenná (X) ovplyvní závisle premennú (Y) minimálne s jednoročným posunom (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011). My sme pre naše účely premenné posunuli o 2 roky.

Ekonometrická rovnica má tvar:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_i + u_i$$

Premenné v rovnici znamenajú (Hanák, 2016):

- β_0 - lokujúca konštanta,
- β_1 - regresný koeficient, určuje smer priamky,
- u_i - chybová hodnota alebo aditívna náhodná zložka.

Na zistenie výsledkov sme použili programy Excel a Gretl. V programe Gretl sme použili nasledujúce metódy na zistenie závislosti medzi premennými:

- korelačná analýza,
- OLS metóda,
- F – štatistika,
- R^2 - koeficient determinácie,
- t- ratio (t – štatistika),
- testovanie prítomnosti chyby heteroskedasticity, White's test,
- normalita reziduálov,
- kolinearita.

Prvým krokom pre regresnú analýzu bola príprava dát. Výsledok sme skúmali na 39 krajinách. Krajiny sme vybrali kvôli ich homogénnosti. Krajiny s konkrétnymi dátami sú uvedené v časti Prílohy.

Tabuľka č. 3 - Vstupné údaje do programu Gretl

Označenie premennej	**Popis premenej**
Population2015	Počet obyvateľov v konkrétnej krajine za rok 2015
Value Added 2015	Pridaná hodnota v konkrétnej krajine za rok 2015
Inves2013	Ochrana minoritných investorov v konkrétnej krajine za rok 2013 – Subindex Doing business
Resolv2013	Riešenie platobnej neschopnosti v konkrétnej krajine za rok 2013 - Subindex Doing business
VA_pc	Podiel pridanej hodnota na obyvateľa v konkrétnej krajine za rok 2015

Zdroj: vlastné spracovanie

4. Výsledky práce a diskusia

V tejto kapitole sme ako prvé zhodnotili postavenie Slovenskej republiky v troch indexoch. V Global competitiveness index, Doing business a Index ekonomickej slobody. Ďalej sme popísali správu spoločností desiatich podnikov. Z toho päť patrí do kategórie malých a stredných podnikov a päť do veľkých podnikov. Porovnali a zhodnotili sme kvalitu ich správ spoločností. Na porovnanie sme použili Register výročných správ spoločností a vyhlásenia o dodržiavaní princípov corporate governance. Napokon sme pre dosiahnutie hlavného cieľa našej diplomovej práce skúmali subindexy corporate governance z indexu Doing business, a teda aj corporate governance jednotlivých krajín, či majú vplyv na pridanú hodnotu krajín. Na získanie výsledku sme použili štatistický program Gretl a pomocou regresnej analýzy sme zisťovali závislosť premenných.

4.1 Hodnotenie Slovenska vo svetových rebríčkoch

V tejto podkapitole sme zhodnotili postavenie Slovenska na základe svetových indexov. Podľa dostupných zdrojov sme zistili, že tri indexy hodnotia aj správy spoločností. Sú to Global competitiveness index, Doing business a Index ekonomickej slobody. Slovenské podniky, ktoré chcú byť konkurencieschopné a chcú držať krok so zahraničnými firmami, by sa mali zameriavať aj na správu spoločnosti a hlavne jej dodržiavanie. Rovnako Slovenská republika ako štát by mala zefektívňovať podnikateľské prostredie a prispôsobovať tomu zákony.

Global competitiveness index

Svetové ekonomické fórum (World economic forum – WEF) každoročne zverejňuje index už štyridsať rokov a stavia na bohatých skúsenostiach s porovnávaním hnacích síl konkurencieschopnosti. V Global Competitiveness Report sa zaoberajú aj hodnotením corporate governance. Krajiny dostavajú body od 0 po 100, podľa ktorých sa umiestňujú v rebríčku hodnotených krajín. Report vydáva už od roku 1979, kedy v ňom však bolo zahrnutých len 16 európskych krajín. V poslednom zverejnenom reporte za rok 2019 bolo hodnotených 141 krajín. Corporate governance sa v Global Competitiveness Index (GCI) nachádza až v poslednom reporte z roku 2019. Je zaradený v prvom pilieri, ktorý nesie názov Inštitúcie. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť ako sa Slovensko umiestnilo v časti corporate governance v poslednom

zverejnenom reporte a ktorý štát sa umiestnil na prvom mieste. Celkovo sa v celom Global Competitiveness Report Slovenská republika umiestnila na 42. mieste (Schwab, 2019).

Tabuľka č. 4 - Umiestnenie Slovenskej republiky v časti corporate governance (GCI)

Oblasti pilieru Inštitúcie	**Slovensko – umiestnenie**	**Krajina na prvom mieste**
Sila audítorských a účtovných štandardov	22.	Fínsko
Regulácia konfliktov záujmov	106.	Keňa
Správa akcionárov	64.	Kazachstan
Celkovo v časti CG	67.	Nový Zéland

Zdroj: vlastné spracovanie podľa World economic forum 2019

Na základe tabuľky môžeme vidieť, že Slovenská republika v tomto rebríčku nepatrí medzi najlepšie hodnotené krajiny. Z celkových 141 hodnotených krajín sa v časti corporate governance umiestnila celkovo na 67. mieste. Zo štyroch skúmaných oblastí sa najhoršie umiestnila v Regulácii konfliktov záujmov, a to na 106. mieste. Najlepšie umiestnená krajina v časti Corporate governance je Nový Zéland.

Doing business

Index Doing business, prvýkrát zverejnený v roku 2002, na začiatku pokrýval 5 ukazovateľov v 133 ekonomikách. Dnes hodnotí 190 krajín. Ekonomiky sú hodnotené podľa ich podnikateľského prostredia, od 1 po 190. Čím vyššie sa krajina umiestni, tým dosahuje lepšie skóre. Rebríčky sa určujú zoradením súhrnného skóre zo všetkých 12 pilierov, z ktorých každý pozostáva z niekoľkých ukazovateľov, pričom každej téme sa pripisuje rovnaká váha (World bank group, 2020).

Slovenská republika sa v celkovom hodnotení Doing business 2020 umiestnila na 45. mieste so skóre 75,6 bodov. V rebríčku zverejnenom v roku 2018 sa umiestnila na 42. mieste a rebríčku zverejnenom v roku 2019 sa umiestnila na 45. mieste, prepadla sa tak o tri miesta. Za rok 2020 sa Slovensko najlepšie umiestnilo v pilieri Cezhraničné obchodovanie a najhoršie v pilieri Vybavovania stavebných povolení (World bank group, 2020).

Tabuľka č. 5 - Doing business 2020 – Ochrana minoritných investorov

Ochrana minoritných investorov – celkové umiestnenie	**88**
Celkové skóre (0-100)	56,0
Index rozsahu zverejňovania (0-10)	3,0
Index rozsahu zodpovednosti riaditeľa (0-10)	4,0
Index jednoduchosti žalôb akcionárov (0-10)	7,0
Index rozsahu práv akcionárov (0-6)	5,0
Index rozsahu vlastníctva a kontroly (0-7)	5,0
Index rozsahu podnikovej transparentnosti (0-7)	4,0

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Doing Business 2020. Dostupné na internete: https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/s/slovakia/SVK.pdf

Správy a riadenia spoločností sa týka pilier Ochrany minoritných investorov, v ktorom sa Slovensko umiestnilo na 88. mieste, čo môžeme vidieť v tabuľke číslo X. Slovenská republika dostala z celkových 100 bodov, ktoré sa maximálne dajú dosiahnuť, 56 bodov. Najhoršie hodnotenie dosiahla v indexe zverejňovania informácií, a to len 3 body z celkových 10. Naopak najlepšie hodnotenie dosiahla v indexe rozsahu práv akcionárov.

Index ekonomickej slobody

Index ekonomickej slobody, po anglicky Index of economic freedom, hodnotí ekonomickú slobodu v jednotlivých štátoch. Index každý rok publikuje the Heritage Foundation. Index sa vytvára už 25 rokov a posledný bol zverejnený v roku 2019. Pokrýva 12 druhov slobôd, od vlastníckych práv k finančnej slobode, v 186 krajinách, medzi ktoré patrí aj Slovenská republika (The Heritage foundation, 2019).

Ekonomická sloboda sa v tomto indexe meria na základe 12 kvantitatívnych a kvalitatívnych faktorov, ktoré sú zoradené do štyroch pilierov hospodárskej slobody. Sú to právny štát, veľkosť vlády, regulačná účinnosť a otvorenosť trhu. Každá z dvanástich ekonomických slobôd v rámci týchto kategórií sa hodnotí na stupnici od 0 do 100, pričom 100 je najlepšie (The Heritage foundation, 2019).

Tabuľka č. 6 - Skóre ekonomickej slobody Slovenskej republiky v jednotlivých rokoch

Rok	**Skóre**

2015	67,2
2016	66,6
2017	65,7
2018	65,3
2019	65,0

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov z Heritage. Dostupné na internete: https://www.heritage.org/index/country/slovakia

Skóre ekonomickej slobody Slovenskej republiky za rok 2019 je 65,0. Znamená to, že ekonomika Slovenska je 65. najslobodnejšou na svete. Oproti roku 2018 sa celkové skóre SR znížilo o 0,3 bodu, pričom poklesy podnikateľskej slobody a menovej slobody presahujú zlepšenia vo fiškálnom zdraví a vládnych výdavkoch. Slovenská republika sa zaraďuje na 32. miesto medzi 44 krajinami európskeho regiónu a jej celkové skóre je pod priemerom tohto regiónu, ale nad svetovým priemerom.

Tabuľka č. 7 - Skóre ekonomickej slobody Slovenskej republiky za rok 2019

Právny štát		**Veľkosť vlády**	
Vlastnícke práva	68,5	Vládne výdavky	46,1
Účinnosť súdnictva	37,2	Daňové zaťaženie	78,6
Integrita vlády	37,7	Fiškálne zdravie	87,2
Regulačná účinnosť		**Otvorenosť trhu**	
Sloboda podnikania	61,3	Obchodná sloboda	86,0
Pracovná sloboda	53,4	Sloboda investovania	75,0
Menová sloboda	78,6	Finančná sloboda	70,0

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov z Heritage. Dostupné na internete: https://www.heritage.org/index/country/slovakia

Z tabuľky môžeme vidieť, že najslabšie hodnotenie Slovenská republika dosahuje v pilieri Právny štát. Konkrétne v kategóriách Integrita vlády a Účinnosť súdnictva, kde dosahuje skóre 37,7 a 37,2. Naopak najlepšie skóre dosahuje v pilieri Veľkosť vlády v kategórii Fiškálne zdravie, a to 87,2. Druhé najlepšie skóre dosahuje v pilieri Otvorenosť trhu, v kategórii Obchodná sloboda získala skóre 86,0.

4.2 Hodnotenie firiem pôsobiacich na Slovensku podľa kvality ich výročných správ

Podľa zákona o účtovníctve § 20 ods. 6 všetky firmy, ktoré emitujú svoje akcie na regulovaných trhoch musia vo svojich výročných správach zverejniť aj časť o správe a riadení spoločnosti. Z dostupných zdrojov sme našli firmy, ktoré zverejnili svoje výročné správy a vyhodnotili sme ich správu spoločností.

(6) Účtovná jednotka, ktorá emitovala cenné papiere a tie boli prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, je povinná vo výročnej správe uviesť ako osobitnú časť výročnej správy vyhlásenie o správe a riadení, ktoré obsahuje

a) odkaz na kódex o riadení spoločnosti, ktorý sa na ňu vzťahuje alebo ktorý sa rozhodla dodržiavať pri riadení, a údaj o tom, kde je kódex o riadení spoločnosti verejne dostupný (Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve) Zákon č. 431/2002 Z. z. Zákon o účtovníctve § 20 ods. 6

Vybrali sme si päť veľkých a päť menších firiem, ktoré emitujú svoje akcie na burze cenných papierov v Bratislave. Zhodnotili sme ich podľa kvality ich výročných správ. Na hodnotenie sme použili ich webové stránky, stránku burzy cenných papierov v Bratislave, Register výročných správ a Centrálnu evidenciu regulovaných informácií. Vybrali sme si nasledovné firmy:

- patriace medzi veľké podniky:
    - Arca Capital Slovakia, a.s.
    - Best Hotel Properties a.s.
    - Tatra banka, a.s.
    - Tatry mountain resorts, a.s.
    - UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., pobočka zahraničnej banky
- patriace medzi malé a stredné podniky (MSP):
    - BRANKO, a.s.
    - Kúpele Dudince, a.s.
    - Plastika, a.s.
    - Poľnonákup ŠARIŠ, a.s.
    - SEMAT, a.s.

Arca Capital Slovakia, a.s.

Arca Capital je investičná firma, ktorá funguje na českom a slovenskom trhu už takmer 20 rokov. Investičné aktivity sú primárne cielené na tieto dve krajiny a postupne sa rozširujú aj do blízkeho zahraničia. Firma má výročnú správu zverejnenú na svojej webovej stránke. Obsahuje aj časť Vyhlásenie o správe a riadení spoločnosti, kde sa odvolávajú na to, že ich systém riadenia spoločnosti sa riadi „Kódexom správy a riadenia spoločností na Slovensku“, ktorý je zverejnený na internetovej stránke CECGA. V tejto časti opisujú firmu podľa jednotlivých odsekov zákona o účtovníctve. Správa je prehľadná, ale neobsahuje Princíp „dodržuj alebo vysvetli“ (Arca Capital Slovakia, a.s., 2019).

Best Hotel Properties a.s.

Firma investuje do prémiových a luxusných hotelov najmä v regióne strednej a východnej Európy. Ich výročná správa má viac ako dvesto strán. Obsahuje samostatnú kapitolu Vyhlásenie o správe a riadení spoločnosti (Corporate governance). Spoločnosť pripravuje svoj vlastný Kódex správy a riadenia spoločnosti, ktorý vychádza z princípov formulovaných v Kódexe správy a riadenia spoločností na Slovensku. Opisujú v ňom všetky odchýlky od Kódexu, ktoré nespĺňajú alebo spĺňajú iba čiastočne (Best Hotel Properties a.s., 2019).

Tatra banka, a.s.

Spoločnosť je jednou z najväčších a najznámejších bánk na Slovensku. Výročná správa Tatra banky obsahuje aj kapitolu Vyhlásenie o správe a riadení spoločnosti, kde píšu, že postupujú v súlade s Kódexom správy a riadenia spoločností na Slovensku vydaným Slovenskou asociáciou Corporate Governance. Podrobnejšie opisujú valné zhromaždenie, dozornú radu, predstavenstvo, výbory, metódy riadenia, systém vnútornej kontroly, systém riadenia rizík a základné imanie a akcie banky (Tatra banka, 2019).

Tatry mountain resorts, a.s.

Firma je prevádzkovateľom horských stredísk a turistických služieb v regióne strednej a východnej Európy. Na webovej stránke majú samostatnú sekciu správu spoločností, kde majú zverejnené aj Vyhlásenie o dodržiavaní zásad Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku. Kódex je v súlade s Kódexom zo SACG. Obsahuje všetky princípy a na všetky

odpovedajú princípom „dodržuj alebo vysvetli“. Spoločnosť zverejňuje aj svoj vlastný Etický kódex (Tatry mountain resorts, a.s., 2019). V roku 2018 zaviedla asociácia SACG nový prístup k hodnoteniu a oceňovaniu dobre spravovaných spoločností. Cieľom je vyhodnotiť úroveň dodržiavania základných princípov corporate governance. Toto ocenenie za rok 2018 získala aj spoločnosť Tatry mountain resorts, a.s., umiestnili sa medzi tromi najlepšími.

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., pobočka zahraničnej banky

UniCredit Bank patrí na Slovensku k najväčším bankám a jej pobočky sa nachádzajú v každom regióne. Majú prehľadnú webovú stránku, na ktorej sa však nenachádza časť správy a riadenia. V ročnej finančnej správe sa odvolávajú na § 20 ods. 1 zákona o účtovníctve, kde popisujú každý odsek. Posledné informácie majú zverejnené za rok 2017. V poslednej výročnej správe za rok 2018 sa správa spoločností nespomína (UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., 2019).

BRANKO, a.s.

Spoločnosť sa zaoberá už viac ako 45 rokov špeciálnym odvetvím poľnohospodárstva, chovom moriek, distribúciou násadových morčacích vajec a jednodenných moriek. V ich výročnej správe uvádzajú, že ich výročná správa spoločnosti obsahuje všetky informácie, ktorých uvedenie vyžaduje zákon o účtovníctve. Spoločnosť prijala Kódex správy a riadenia spoločností na Slovensku. Kódex je verejne dostupný na internetovej stránke a v písomnej forme v sídle spoločnosti. Neobsahuje však princíp „dodržuj alebo vysvetli“ (BRANKO, a.s., 2019).

Kúpele Dudince, a.s.

Kúpele ponúkajú liečebné, wellness a relaxačné pobyty a sú jedným z najmladších kúpeľných miest na Slovensku. Kúpele sa začali budovať v polovici 20. storočia. Vo svojej výročnej správe uvádzajú aj Vyhlásenie o správe a riadení. V tabuľke popisujú každý bod Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku, ktorý prijali a riadia sa princípom „dodržuj alebo vysvetli“ (Kúpele Dudince, a.s., 2019). Kúpele si na slávnostnej recepcii v októbri 2015 prevzali ocenenie od spoločnosti CECGA. Každý rok oceňujú najotvorenejšie spoločnosti z pohľadu rozsahu, kvality a dostupnosti informácií o správe a riadení pre investorov a akcionárov. Za rok 2014 si Ocenenie CECGA prevzali aj predstavitelia spoločnosti Kúpele Dudince, a.s. (Prservis.sk, 2015).

Plastika, a.s.

Spoločnosť Plastika, a.s. podniká v oblasti chemického priemyslu a zaoberá sa spracovaním plastických látok. Výrobky Plastika, a.s. nachádzajú uplatnenie v stavebníctve, v potravinárskom, v elektrotechnickom, v automobilovom priemysle a iných odvetviach národného hospodárstva. Na ich prehľadnej internetovej stránke majú samostatnú sekciu všetkých výročných správ. Každá výročná správa obsahuje kapitolu Správa spoločností. Spoločnosť má vypracovaný svoj Kódex správy a riadenia. Vyhlasujú, že Spoločnosť nezaznamenala odchýlky od kódexu o riadení spoločnosti (Interaudit Group, a.s., 2019).

Poľnonákup ŠARIŠ, a.s.

Spoločnosť za zaoberá nákupom, skladovaním, čistením a predajom rastlinných komodít, výrobou a predajom kŕmnych zmesí a prenájmom kancelárskych a skladovacích priestorov. Na slovenskom trhu pôsobí od roku 1992. Vo výročnej správe uvádzajú, že ustanovenia Kódexu správy a riadenia spoločnosti Poľnonákup ŠARIŠ, a.s. sú plne v súlade s ustanoveniami Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku, ktoré tvoria súčasť burzových pravidiel Burzy cenných papierov Bratislava. Odvolávajú sa a popisujú všetky odseky zákona o účtovníctve (Poľnonákup ŠARIŠ, a.s., 2019).

SEMAT, a.s.

Firmu je známa v regióne Trnava ako výrobca kvalitných osív, ale aj s rozšírenou poľnohospodárskou prvovýrobou. Rastlinná výroba je zameraná na pestovanie obilnín, strukovín, olejnín, okopanín a krmovín. V živočíšnej výrobe dominuje mlieko a výroba bravčového mäsa. Prevádzkujú aj vlastný bitúnok a výrobňu mäsových výrobkov. Spoločnosť má na svojej internetovej stránke samostatný dokument správy a riadenia spoločnosti. Ten je však rovnaký s Kódexom správy a riadenia spoločností na Slovensku, nie je prispôsobený na ich spoločnosť a nemajú vypracovaný princíp „dodržuj alebo vysvetli“ (Semat, a.s., 2019).

Tabuľka č. 8 - Zhodnotenie slovenských firiem

Názov firmy	Vyhlásenie	Kódex
Arca Capital Slovakia, a.s.	áno	áno
Best Hotel Properties a.s.	áno	áno

BRANKO, a.s.	áno	áno
Kúpele Dudince, a.s.	áno	áno
Plastika, a.s.	áno	áno
Poľnonákup ŠARIŠ, a.s.	áno	áno
SEMAT, a.s.	nie	áno
Tatra banka, a.s.	áno	áno
Tatry mountain resorts, a.s.	áno	áno
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	áno	nie

Zdroj: vlastné spracovanie

Z tabuľky a z nášho zhodnotenia môžeme skonštatovať, že takmer všetky spoločnosti majú Vyhlásenie o dodržiavaní zásad Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku a aj kódex.

Môžeme zhodnotiť, že väčšie firmy majú svoje Kódexy správy a riadenia vypracované detailnejšie a venujú tejto problematike väčšiu pozornosť ako MSP. Nie je to však pravidlom. Banka UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. vo svojich zverejnených výročných správach nemá časť správy spoločností. Je to z dôvodu, že podľa zákona by mala mať corporate governance materská spoločnosť a jej dcérske spoločnosti ho už mať nemusia (Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve).

Na druhej strane aj niektoré MSP majú kvalitne vypracovanú správu spoločnosti v súlade s odporúčaniami SACG. Chybou niektorých spoločností je, že vytvárajú vlastné kódexy. SACG prenecháva spoločnostiam skôr dobrovoľný prístup k tejto problematike. Legislatívne prvky správy a riadenia spoločnosti sú doplnené prvkami tzv. „mäkkej“ regulácie. Podľa SACG by mali zverejniť Vyhlásenie o dodržiavaní zásad Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku, princíp “dodržuj alebo vysvetli” by mal byť riadne aplikovaný a odchýlky od Kódexu by mali byť primerane vysvetlené a zverejnené. Vyžadujú aj zverejňovanie pravdivých informácií o hospodárení a budovanie pravdivého obrazu spoločnosti.

4.3 Závislosť medzi pridanou hodnotou krajín a subindexami z Doing business

V tejto podkapitole je našim cieľom naplniť hlavný cieľ našej práce. Skúmame závislosť medzi pridanou hodnotou na obyvateľa a subindexami z databázy Doing business. Konkrétne či subindexy, a teda jeden z ukazovateľov corporate governance, majú vplyv na pridanú hodnotu na obyvateľa nami vybraných krajín. Nami zvolené subindexy sú Ochrana minoritných akcionárov a Riešenie platobnej neschopnosti.

Pred začatím samotnej analýzy uvádzame premenné, ktoré sme použili:

- VA_pc - Value added per capita za rok 2015 – premenná Pridaná hodnota na obyvateľa
- Invest13 - Protecting minority investors za rok 2013 – premenná Ochrana minoritných akcionárov
- Resolv13 - Resolving insolvency za rok 2013 – premenná Riešenie platobnej neschopnosti

Tvorcovia v ukazovateli Ochrana minoritných akcionárov z indexu Doing business merajú rozsah ochrany minoritných akcionárov proti zneužitiu majetku spoločnosti riadiacim pracovníkom. Rozlišujú 3 dimenzie ochrany investorov: schvaľovanie a transparentnosť transakcií, rozsah zodpovednosti riaditeľa spoločnosti a schopnosť akcionárov získať firemné dokumenty pred a počas súdnych spory (World bank, 2013).

„*Nedávna štúdia ukázala, že v ekonomikách so silnejšou ochranou investorov je investovanie do fiškálnych opatrení menej citlivé na finančné obmedzenia a vedie k väčšiemu nárastu výnosov a ziskovosti* (World bank, 2013).“

V ukazovateli Riešenie platobnej neschopnosti merajú čas, náklady a výsledok konkurzného konania týkajúceho sa domácich subjektov. Čas, ktorý veritelia požadujú na získanie svojho kreditu, sa zaznamenáva v kalendárnych rokoch. Náklady konania sa zaznamenávajú ako percento veku majetku dlžníka.

Premennú Pridaná hodnota na obyvateľa za rok 2015 sme vypočítali ako podiel Pridanej hodnoty za rok 2015 a celkovej populácie za rok 2015 v nami zvolených krajinách. Premennú Pridaná hodnota sme získali z databázy OECD, Populáciu sme získali z databázy Svetovej banky

a premenné Riešenie platobnej neschopnosti a Ochrana minoritných akcionárov sme získali z indexu Doing business. Analýzu sme počítali na vzorke 39 krajín.

Nami špecifikované hypotézy:

Hypotéza č. 1: S rastúcou hodnotou skóre ochrany minoritných investorov očakávame zvýšenie pridanej hodnoty na obyvateľa.

Hypotéza č. 2: S rastúcou hodnotou skóre riešenie platobnej neschopnosti očakávame zvýšenie pridanej hodnoty na obyvateľa.

Väčšina odborných analytických programov používa na uloženie údajov súbory s vlastným formátom. Podobne je riešený aj program Gretl, ale na rozdiel od iných programov, poskytuje viaceré možnosti vloženia údajov vytvorených vo formátoch iných programov (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011). My sme dáta upravili do požadovanej podoby v programe Excel a vložili do programu Gretl.

Naším prvým krokom bolo vyhodnotenie prvého modelu metódou OLS. Odhad modelu metódou najmenších štvorcov, po anglicky Ordinary least squares, je jednou z najjednoduchších metód lineárnej regresie. Cieľom OLS je, čo najlepšie priradiť funkciu do údajov. Model minimalizuje súčet chýb v údajoch.

Model 1: OLS, using observations 1-39
Dependent variable: VA_pc

	Coefficient	*Std. Error*	*t-ratio*	*p-value*	
const	−2626.98	17140.3	−0.1533	0.8790	
Inves13	−147.651	249.577	−0.5916	0.5578	
Resolv13	630.155	199.687	3.156	0.0032	***

Mean dependent var	30024.67	S.D. dependent var	22229.92
Sum squared resid	1.47e+10	S.E. of regression	20195.51
R-squared	0.218097	Adjusted R-squared	0.174658
F(2, 36)	5.020767	P-value(F)	0.011933
Log-likelihood	−440.3932	Akaike criterion	886.7864
Schwarz criterion	891.7770	Hannan-Quinn	888.5770

Hodnota p-value ukazuje na koľko percent je pravdepodobný odhad parametrov. Vypočíta sa podľa vzťahu 1 – p-value. Hviezdičky pri jednotlivých premenných nám ukazujú, že aké významné premenné model má. Tri hviezdičky znamenajú 99 % pravdepodobnosť, že je odhad parametra štatisticky významný (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011).

Na prvom modeli OLS môžeme vidieť, že významná vyšla iba premenná Resolv13 (Riešenie platobnej neschopnosti za rok 2013). Naopak premenná Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) je nevýznamná.

Po prvom modeli s nevýznamnou premennou pri analýze nami vybraných dát sme prišli k záveru, že je potrebné naše dáta zlogaritmovať. „*Logaritmus rieši problémy so škálovaním rozdielnych hodnôt použitých premenných* (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011).“ Program Gretl má funkciu, kde sme jednoducho všetky premenné zlogaritmovali. Po zadaní tejto funkcie sa nám vytvoria premenné, ktoré budú začínať „l_“.

Druhý model sme zlogaritmovali a výsledok nám vyšiel nasledovne. Neskôr sme do modelu pridali Whitov test.

Model 2: OLS, using observations 1-39 (n = 36)
Missing or incomplete observations dropped: 3
Dependent variable: l_VA_pc

	Coefficient	*Std. Error*	*t-ratio*	*p-value*	
const	5.13160	2.37208	2.163	0.0379	**
l_Inves13	−0.225371	0.485884	−0.4638	0.6458	
l_Resolv13	1.41959	0.461337	3.077	0.0042	***

Mean dependent var	10.17454	S.D. dependent var	0.686646
Sum squared resid	12.78232	S.E. of regression	0.622369
R-squared	0.225403	Adjusted R-squared	0.178457
F(2, 33)	4.801386	P-value(F)	0.014783
Log-likelihood	−32.44358	Akaike criterion	70.88715
Schwarz criterion	75.63771	Hannan-Quinn	72.54523

White's test for heteroskedasticity -
 Null hypothesis: heteroskedasticity not present
 Test statistic: LM = 12.9866
 with p-value = P(Chi-square(5) > 12.9866) = 0.0235043

V modeli č. 2 odhadnutého prostredníctvom metódy najmenších štvorcov (OLS) predpokladáme, že premenná l_Resolv13 (Riešenie platobnej neschopnosti za rok 2013) má pozitívny vplyv na premennú l_VA_pc (Pridaná hodnota na obyvateľa).

Predpokladáme, že premenná l_Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) nemá štatisticky významný vplyv na premennú l_VA_pc (Pridaná hodnota na obyvateľa za rok 2015). Z tohto dôvodu predpokladáme, že môže byť porušený jeden z predpokladov lineárneho modelu a to, že je prítomná heteroskedasticita (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011).

Z modelu môžeme vidieť, že koeficient determinácie R^2 má veľmi nízku hodnotu, a to 0,225403. Takto nízky koeficient tiež zamieta nulovú hypotézu H_0 homoskedasticity.

Spravili sme Whitov test, ktorý môžeme vidieť pod modelom. Whitov test heteroskedasticity sme použili, aby sme zistili či sa v modeli nachádza heteroskedasticita. „*Existuje všeobecný Whitov test, ktorý identifikuje prítomnosť heteroskedasticity, ale neurčuje jeho príčinu, Overuje sa, či štvorec reziduálov nezávisí od vysvetľujúcich premenných* (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011).“ Z výsledku Whitovho testu vyplýva, že zamietame nulovú hypotézu H_0 homoskedasticity a prijímame H_1. V modeli je prítomná heteroskedasticita. Dokazuje to aj hodnota p-value z Whitovho testu, ktorá má hodnotu 0,0235043, čo je nižšie ako 0,05.

Po výsledku z modelu OLS sme sa rozhodli dáta zhodnotiť, aby sme zistili príčinu nevýznamnej premennej. Pri hodnotení údajov je dôležité opísať údaje. Medzi tieto tejto informácie patrí aj test normality v ponuke Variable>Normality_test. Okrem testu normality Jarque-Bera nám program Gretl vypočíta ďalšie tri testy: Doornikov-Hansenov test, Shapiro-Wilk W test a Lillieforsov test (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011). Pri tomto teste zisťujeme či premenné majú tzv. normálne rozdelenie. Hodnoty by mali byť vyššie ako 0,05. Test normality sme postupne spravili pre všetky tri premenné. Výsledky nám vyšli nasledovne.

```
Test for normality of l_Inves13:
 Doornik-Hansen test = 4.23568, with p-value 0.120291
 Shapiro-Wilk W = 0.962924, with p-value 0.222966
 Lilliefors test = 0.136502, with p-value ~= 0.06
 Jarque-Bera test = 1.06639, with p-value 0.586728
```

Pri teste normality premennej l_Invest13, čiže Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013, nám vyšli všetky hodnoty viac ako 0,05. Môžeme zhodnotiť, že podľa testu normality majú dáta normálne rozdelenie.

```
Test for normality of l_Resolv13:
 Doornik-Hansen test = 8.83225, with p-value 0.012081
 Shapiro-Wilk W = 0.912172, with p-value 0.00502154
 Lilliefors test = 0.118525, with p-value ~= 0.18
```

```
 Jarque-Bera test = 7.39061, with p-value 0.0248399
```

Pri premennej l_Resolv13, čiže Riešenie platobnej neschopnosti za rok 2013, nám hodnoty vyšli menej ako 0,05. Znamená to, že dáta nemajú normálne rozdelenie.

```
Test for normality of l_VA_pc:

 Doornik-Hansen test = 1.575, with p-value 0.454982

 Shapiro-Wilk W = 0.962869, with p-value 0.263139

 Lilliefors test = 0.152989, with p-value ~= 0.03

 Jarque-Bera test = 1.49348, with p-value 0.47391
```

Pri teste normality premennej l_VA_pc (Pridaná hodnota na obyvateľa za rok 2015) nám všetky hodnoty okrem testu Lilliefors vyšli viac ako 0,05.

Naším ďalším krokom bola korelačná analýza. Vyjadruje silu väzieb medzi premennými. Výsledkom výpočtu štatistickej metódy korelácie je korelačný koeficient označovaný malým písmenom r, ktorý môže nadobúdať len hodnoty od -1 do 0 alebo od 0 do +1 (Hanák, 2016). Chajdiak (2009, str. 79-80) uvádza hodnoty koeficientu korelácie 0,8 až 1 (-0,8 až -1) ako silné, teda medzi premennými existuje silná vzájomná závislosť. Hodnoty 0,4 až 0,8 (-0,4 až -0,8) sú stredne silné a od 0 do 0,4 (-0,4 až 0) sú považované za slabé. Výsledok môžeme vidieť nižšie.

```
Correlation coefficients, using the observations 1 - 39
(missing values were skipped)
5% critical value (two-tailed) = 0.3160 for n = 39

l_Inves13     l_Resolv13    l_VA_pc
1.0000        0.2940        0.0561        l_Inves13
              1.0000        0.4694        l_Resolv13
                            1.0000        l_VA_pc
```

Medzi premennými Resolv13 (Riešenie platobnej neschopnosti za rok 2013) a l_VA_pc (Pridaná hodnota na obyvateľa za rok 2015) existuje silná väzba, čo nasvedčuje korelačný koeficient s hodnotou 0,4694. Medzi Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) a Resolv13 (Riešenie platobnej neschopnosti za rok 2013) vyšiel korelačný koeficient 0,2940. Rovnako sa tu nachádza väzba, ale nie je taká silná, no stále sa medzi týmito dvomi premennými nachádza vplyv. Korelačný koeficient medzi premennou l_VA_pc (Pridaná hodnota na obyvateľa za rok 2015) a premennou Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) má hodnotu 0,0561. Medzi týmito dvomi premennými je väzba slabá.

Na základe výsledkov testu normality vieme, že dáta nie sú rozložené normálne a preto sme použili Spearmanovu koreláciu.

Spearmanovo rho (Spearman correlation) patrí medzi korelačné koeficienty a pracuje s poradím premenných. Je to neparametrický koeficient. To znamená, že ho môžeme aplikovať aj na nie normálne distribuované dáta, čo prakticky znamená, že je odolný voči extrémnym hodnotám (outliers) a dokáže zachytiť aj nie lineárny vzťah medzi premennými. Nadobúda hodnoty -1 až 0 alebo 0 až 1. Rovnako ako pri iných mierach asociácie platí, že čím bližšie je koeficient k 1, tým je silnejšia priama poradová závislosť medzi premennými X a Y (Budíková a kol., 2010).

```
For the variables 'l_Inves13' and 'l_VA_pc'
Spearman's rank correlation coefficient (rho) = 0.11576380
Under the null hypothesis of no correlation:
 t(34) = 0.679582, with two-tailed p-value 0.5014
```

Výsledok Spearmanovej korelácie medzi premennými l_Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) a l_VA_pc (Pridaná hodnota na obyvateľa za rok 2015) je 0,5014.

```
For the variables 'l_Inves13' and 'l_Resolv13'
Spearman's rank correlation coefficient (rho) = 0.27712133
Under the null hypothesis of no correlation:
 t(37) = 1.75437, with two-tailed p-value 0.0876
```

Medzi premennými l_Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) a Resolv13 (Riešenie platobnej neschopnosti za rok 2013) je výsledok Spearmanovej korelácie nízky, a to 0,0876.

```
For the variables 'l_VA_pc' and 'l_Resolv13'
Spearman's rank correlation coefficient (rho) = 0.54671815
Under the null hypothesis of no correlation:
 z-score = 3.23443, with two-tailed p-value 0.0012
```

Medzi premennými l_VA_pc (Pridaná hodnota na obyvateľa za rok 2015) a Resolv13 (Riešenie platobnej neschopnosti za rok 2013) je výsledok Spearmanovej korelácie ešte nižší ako v predchádzajúcom prípade. Je to iba 0,0012.

Pri použití Ordinary Least Squares (metóda najmenších štvorcov) nám jedna z premenných pri obidvoch modeloch vyšla nevýznamná ako sme uviedli vyššie. Z toho dôvodu sme dáta najskôr zlogaritmovali a potom sme použili model, na základe ktorého sme najskôr

našli a potom odstránili heteroskedasticitu. Heteroskedasticitu sme odstránili použitím metódy najmenších štvorcov odolnej voči heteroskedasticite.

Program Gretl má v ponuke aj odhad váženou metódou s automaticky vypočítanými váhami. Program ich vypočíta z regresie logaritmu štvorcov reziduálov obyčajnej metódy najmenších štvorcov závisiacej od pôvodných vysvetľujúcich premenných a ich štvorcov (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011). Model sa volá heteroskedasticity - corrected.

„*Heteroskedasticitou náhodnej zložky sa nazýva nesplnenie predpokladu, že rozptyl náhodných zložiek pre rôzne hodnoty vysvetľujúcej premennej nie je rovnaký (predpoklad sa nazýva heteroskedasticita). Splnenie predpokladu je potrebné pre efektívnosť estimátora najmenších štvorcov, teda preto, aby odhady rozptylov parametrov neboli skreslené* (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011).“

Model 3: Heteroskedasticity-corrected, using observations 1-39 (n = 36)
Missing or incomplete observations dropped: 3
Dependent variable: l_VA_pc

	Coefficient	*Std. Error*	*t-ratio*	*p-value*	
const	2.50466	2.33077	1.075	0.2903	
l_Inves13	0.428331	0.468864	0.9136	0.3676	
l_Resolv13	1.41502	0.354884	3.987	0.0003	***

Statistics based on the weighted data:

Sum squared resid	84.72155	S.E. of regression	1.602286
R-squared	0.348667	Adjusted R-squared	0.309192
F(2, 33)	8.832648	P-value(F)	0.000847
Log-likelihood	−66.48711	Akaike criterion	138.9742
Schwarz criterion	143.7248	Hannan-Quinn	140.6323

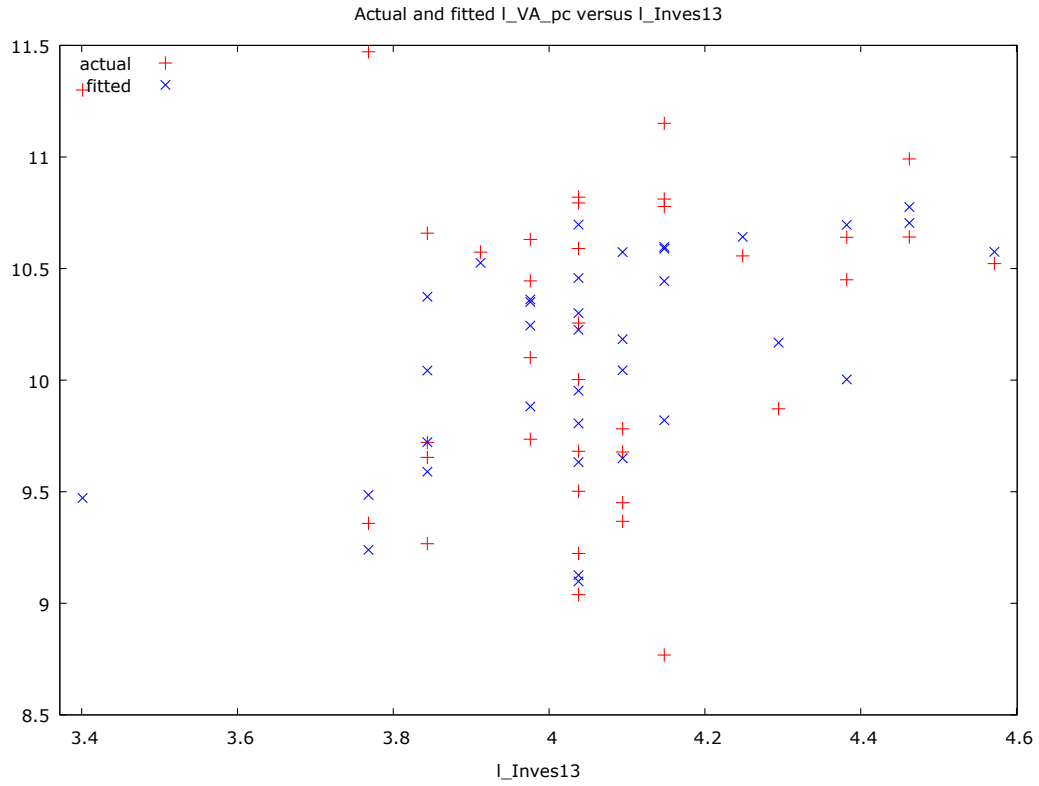
Statistics based on the original data:

Mean dependent var	10.17454	S.D. dependent var	0.686646
Sum squared resid	13.53686	S.E. of regression	0.640475

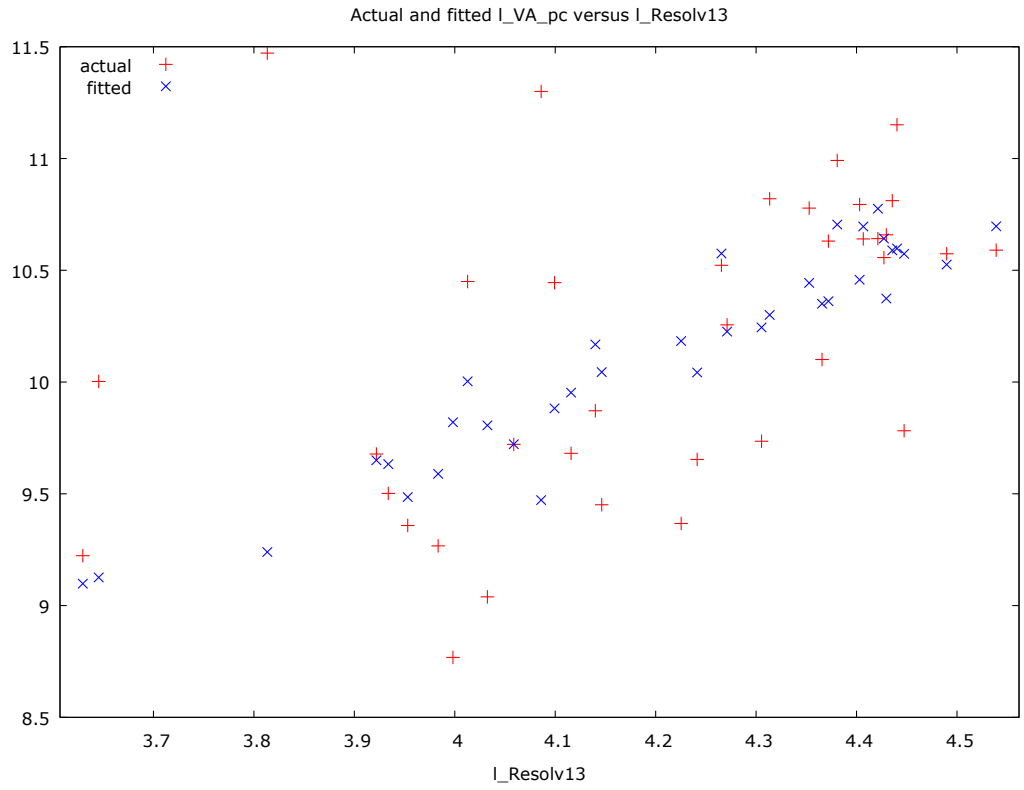
Pri treťom modeli nám premenná l_Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) vyšla opäť nevýznamná. To, že je model nevýznamný nám ukazuje aj nízka hodnota R – squared (R^2) – koeficientu determinácie, a to 0,348667.

Program Gretl má aj možnosť niekoľkých grafických zobrazení, ktoré slúžia na zhodnotenie adekvátnosti zvoleného modelu. Základným grafickým nástrojom takéhoto zhodnotenia je porovnanie priebehu skutočných hodnôt závislej premennej.

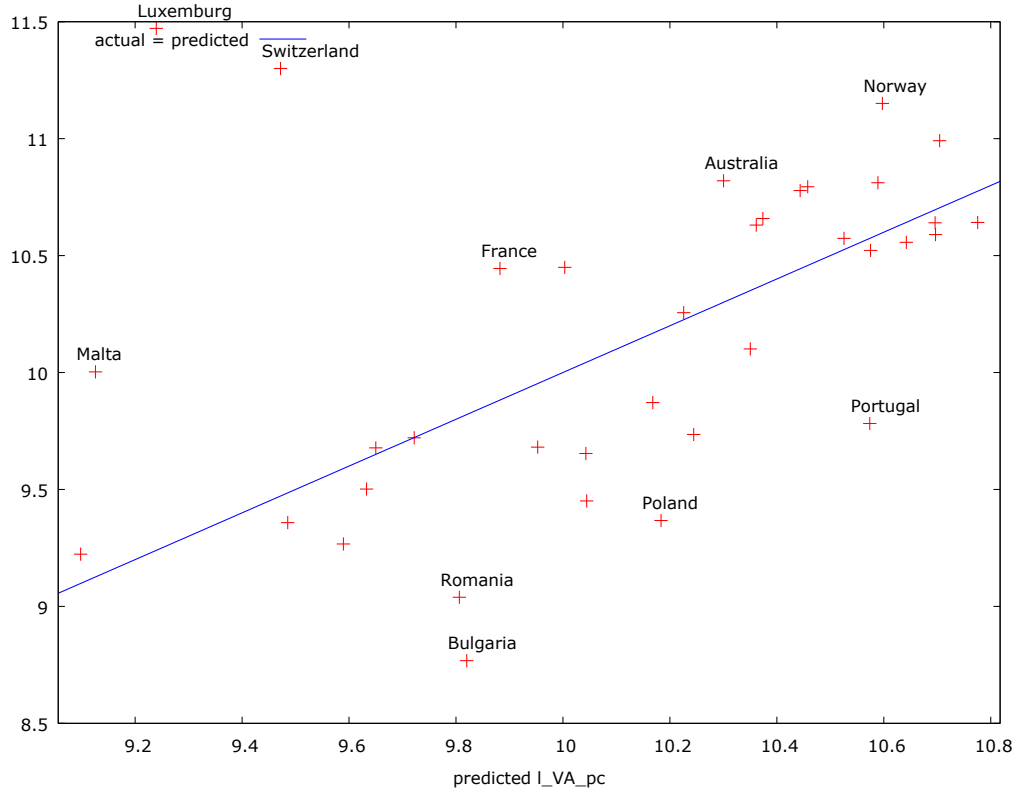
Graf č. 1 – Grafické porovnanie l_VA_pc a l_Inves13



Graf č. 2 - Grafické porovnanie l_VA_pc a l_Resolv13



Graf č. 3 - Grafické porovnanie skutočných a vyrovnaných hodnôt



Na grafe môžeme vidieť, ktoré krajiny sú bližšie k nášmu modelu. Vzdialenosť medzi bodmi jednotlivých krajín a priamky (nášho modelu) sa nazýva reziduál alebo reziduálne početnosti, teda rozdiel medzi pozorovanými a očakávanými početnosťami (Hanák, 2016).

Model č. 3 nám opäť vyšiel nevýznamný, preto sme sa rozhodli určiť extrémy a odstrániť ich z modelu. Extrémy môžeme vidieť na grafe č. 3. Najviac vzdialené hodnoty od nášho modelu sú krajiny Luxemburg, Švajčiarsko, Malta a Bulharsko a o niečo bližšie ku krivke sú Rumunsko, Poľsko, Portugalsko, Francúzsko, Austrália, Nórsko.

Pre rovnomernejšie dáta sme sa rozhodli omitovať iba dve krajiny, a to Luxemburg a Švajčiarsko. Tieto dva štáty sú najvzdialenejšie od nášho modelu. Dáta týchto dvoch krajín sme odstránili priamo z nášho súboru v programe Excel. Výsledok môžeme vidieť nižšie.

```
                    Model 4: OLS, using observations 1-37 (n = 34)
                     Missing or incomplete observations dropped: 3
                              Dependent variable: l_VA_pc

                        Coefficient    Std. Error      t-ratio       p-value
const                    -0.495539      2.02797       -0.2444        0.8086
l_Inves13                0.815737      0.421400        1.936         0.0621     *
l_Resolv13               1.72421       0.347070        4.968         <0.0001    ***

Mean dependent var            10.10329    S.D. dependent var            0.636761
Sum squared resid             6.423370    S.E. of regression            0.455198
R-squared                     0.519939    Adjusted R-squared            0.488967
F(2, 31)                      16.78757    P-value(F)                    0.000011
Log-likelihood               -19.91481    Akaike criterion              45.82962
Schwarz criterion             50.40870    Hannan-Quinn                  47.39122

White's test for heteroskedasticity -
 Null hypothesis: heteroskedasticity not present
 Test statistic: LM = 7.73887
 with p-value = P(Chi-square(5) > 7.73887) = 0.171227
```

Náš štvrtý model bol opäť model OLS (Ordinary least squares - metóda najmenších štvorcov), v ktorom vyšla l_Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) nevýznamná. Z toho dôvodu sme urobili Whitov test, aby sme zistili, či je v modeli prítomná heteroskedasticita. Hodnota p-value je 0,171227, čo je menej ako 0,05. Znamená to, že zamietame nulovú hypotézu. V modeli je prítomná heteroskedasticita.

Kvôli prítomnosti heteroskedasticity náhodnej zložky v predošlom modeli sme použili heteroskedasticity-corrected model, ktorý je odolný proti heteroskedasticite.

Model 5: Heteroskedasticity-corrected, using observations 1-37 (n = 34)
Missing or incomplete observations dropped: 3
Dependent variable: l_VA_pc

	Coefficient	*Std. Error*	*t-ratio*	*p-value*	
const	−0.117579	1.20337	−0.09771	0.9228	
l_Inves13	0.714385	0.188240	3.795	0.0006	***
l_Resolv13	1.74221	0.271424	6.419	<0.0001	***

Statistics based on the weighted data:

Sum squared resid	92.10147	S.E. of regression	1.723663
R-squared	0.708156	Adjusted R-squared	0.689328
F(2, 31)	37.61063	P-value(F)	5.13e-09
Log-likelihood	−65.18493	Akaike criterion	136.3699
Schwarz criterion	140.9489	Hannan-Quinn	137.9315

Statistics based on the original data:

Mean dependent var	10.10329	S.D. dependent var	0.636761
Sum squared resid	6.487634	S.E. of regression	0.457470

R – squared (R^2) – koeficient determinácie ukazuje koľko percent dát je vysvetlených modelom (variabilita rozptylu). Vyjadruje informáciu, aký podiel má variabilita vysvetlená regresným modelom na celkovej variabilite skúmanej premennej (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011). V našom prípade koeficient determinácie má hodnotu 0,708156. To znamená, že 70,81 % variability premennej je vysvetlených lineárnym modelom l_VA_pc s vysvetľujúcimi premennými l_Resolv13 a l_Inves13. Zvyšných 29,19 % pripisujeme náhodnej zložke a premennými nezahrnutým v modeli.

F-štat hovorí o štatistickej významnosti celého modelu. Zistili sme hodnotu F-štatistiky z výstupu odhadu modelu, ktorá sa nachádza pod tabuľkou s odhadmi parametrov a je označená ako F (2, 31). Jej hodnota je 37,61063. Potom sme priamo z programu Gretl zistili kritickú hodnotu F-štatistiky na zvolenej hladine významnosti pre dané počty stupňov voľnosti (Lukáčik, Lukáčiková, Szomolányi, 2011).

```
F(2, 31)

 right-tail probability = 0.05

 complementary probability = 0.95

 Critical value = 3.30482
```

Po zvolení Tools > Statistical_tables v hlavnej ponuke programu Gretl sme si otvorili záložku F. Zadali sme 2 do riadku dfn označujúceho počet stupňov voľnosti činiteľa, 31 do riadku dfd označujúceho počet stupňov voľnosti menovateľa a 0,05 do riadku right-tail probality označujúceho hladinu významnosti. Hľadaná kritická hodnota F-štatistiky je 3,30482. Vypočítaná F-štatistika je väčšia ako kritická hodnota $F_{0,05}$ (2, 31). Hodnota 37,61063 je vyššia ako 3,30482, preto môžeme konštatovať, že model ako celok je na hladine významnosti 5 % štatisticky významný. Tento uvedený záver potvrdzuje aj pravdepodobná hodnota, ktorá je v modeli označená ako P-value (F). Jej hodnota je 5.13e-09, a to je menšie ako 0,05.

Keďže sme naše dáta zlogaritmovali, rovnica nám hovorí výsledok v percentách. Zapísali sme rovnicu a formulovali ekonomickú odpoveď.

l_VA_pc = -0,118 + 0,714 * l_Inves13 + 1,74 * l_Resolv13

V programe Gretl je funkcia, ktorá zobrazí rovnicu. Volá sa View as equation. Gretl zobrazí rovnicu nasledovne.

```
^l_VA_pc = -0.118 + 0.714*l_Inves13 + 1.74*l_Resolv13

        (1.20)   (0.188)          (0.271)

n = 34, R-squared = 0.708

(standard errors in parentheses)
```

Na základe dosiahnutých výsledkov je naša interpretácie rovnice nasledovná:

S nárastom hodnoty ukazovateľa Riešenie platobnej neschopnosti z Doing business o 1 % očakávame nárast Pridanej hodnoty na obyvateľa o 1,74 %.

S nárastom hodnoty ukazovateľa Ochrana minoritných akcionárov z Doing business o 1 % očakávame nárast Pridanej hodnoty na obyvateľa o 0,714 %.

Dospeli sme k záveru, že naše hypotézy boli správne. Preukázali sme závislosť medzi hodnotou subindexov z Doing business a pridanou hodnotou na obyvateľa. Čím má krajina vyššie skóre subindexov Riešenie platobnej neschopnosti alebo Ochrana minoritných akcionárov, tým vyšší môže byť nárast pridanej hodnoty na obyvateľa. Tieto dva subindexy sú zároveň aj ukazovateľmi úrovne corporate governance v jednotlivých krajinách. Pre krajiny je

teda dôležité zavádzať princípy corporate governance či už do verejného, ale aj do súkromného sektoru. Ako môžeme vidieť z našej analýzy, dobrá správa spoločnosti pozitívne vplýva aj na pridanú hodnotu na obyvateľa.

Pre prehľadnejšie zhodnotenie našej analýzy sme spísali celý postup našej práce.

1. Vyhodnotenie prvého modelu metódou OLS, ktorý sa ukázal ako nevýznamný, pretože hodnota koeficientu determinácie R^2 má veľmi nízku hodnotu a premenná Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) je nevýznamná.
2. Zlogaritmovanie premenných.
3. Vytvorenie druhého modelu OLS so zlogaritmovanými premennými, v ktorom je premenná Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) nevýznamná. Na základe Whitovho testu je v modeli prítomná heteroskedasticita náhodných zložiek.
4. Opis a hodnotenie premenných.
5. Vytvorenie tretieho modelu (heteroskedasticity corrected),v ktorom je premenná Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) nevýznamná.
6. Grafické zobrazenie.
7. Zistenie, ktoré štáty sú extrémy a ich omitovanie (Luxemburg a Švajčiarsko).
8. Vytvorenie štvrtého modelu, v ktorom je na základe výsledku z Whitovho testu prítomná heteroskedasticita. Premenná Inves13 (Ochrana minoritných akcionárov za rok 2013) je v tomto modeli nevýznamná.
9. Vytvorenie piateho modelu (heteroskedasticity corrected), ktorý vyšiel významný pri všetkých premenných.
10. Interpretácia výsledkov.

Záver

V úvode diplomovej práce sme pomocou teoretických metód ako analýza, indukcia a dedukcia rozobrali teóriu, definície a pojmy, ktoré sa týkajú problematiky corporate governance a riadenie rizík v medzinárodnom obchode. Priblížili sme kódexy corporate governance, opísali modely a vyhodnotili corporate governance na Slovensku.

V kapitole Výsledky práce a diskusia sme s použitím programu Gretl vypracovali regresnú analýzu, aby sme dosiahli náš hlavný cieľ diplomovej práce. Hlavným cieľom bolo zistenie či subindexy corporate governance z indexu Doing business, a teda aj corporate governance jednotlivých krajín, majú vplyv na pridanú hodnotu na obyvateľa krajín. Stanovili sme si dve hypotézy.

Hypotéza č. 1: S rastúcou hodnotou skóre ochrany minoritných investorov očakávame zvýšenie pridanej hodnoty na obyvateľa.

Hypotéza č. 2: S rastúcou hodnotou skóre riešenie platobnej neschopnosti očakávame zvýšenie pridanej hodnoty na obyvateľa.

Pre zistenie správnosti nami stanovených hypotéz sme použili jednu z metód kvantitatívneho výskumu, konkrétne regresnú analýzu. Pri regresii predpokladáme, že jedna premenná závisí od druhej premennej. Premenné Ochrana minoritných akcionárov a Riešenie platobnej neschopnosti sme vybrali, pretože sa zaraďujú medzi ukazovatele úrovne corporate governance v jednotlivých krajinách. Sú to subindexy z indexu Doing business. Dáta sme spracovali v programe Excel a všetky výpočty sme robili cez program Gretl.

Podľa výsledku analýzy z programu Gretl sme prišli k nasledujúcim záverom.

S nárastom hodnoty ukazovateľa Riešenie platobnej neschopnosti z Doing business o 1 % očakávame nárast Pridanej hodnoty na obyvateľa o 1,74 %.

S nárastom hodnoty ukazovateľa Ochrana minoritných akcionárov z Doing business o 1 % očakávame nárast Pridanej hodnoty na obyvateľa o 0,714 %.

Hlavný cieľ diplomovej práce sme splnili. Preukázali sme súvislosť medzi subindexami Doing business a pridanou hodnotou na obyvateľa.

Stanovené hypotézy sa ukázali ako správne. V práci poukazujeme na dôležitosť corporate governance. Krajiny by sa mali viac zameriavať na zavádzanie princípov corporate governance. Môžeme to dokázať z našej regresnej analýzy. Čím vyššie má krajina skóre subindexov Riešenie platobnej neschopnosti alebo Ochrana minoritných akcionárov, tým vyššie môže byť pridaná hodnota na obyvateľa samotnej krajiny.

Z toho vyplýva, že corporate governance môžeme považovať za nástroj, ktorý pozitívne vplýva na pridanú hodnotu krajín. Dôsledná implementácia tohto nástroja môže viesť k úspešnej stratégii krajín.

Zdroje

ARCA CAPITAL SLOVAKIA A.S. 2019. Polročná finančná správa za I. polrok 2018. Dostupné na: <https://www.arcacapital.com/modules/docpool/documents/87-acs-polrocnafinancnasprava-2018.pdf>

BALÁŽ, Peter, Andrej HAMARA a Gabriela SOPKOVÁ. *Konkurencieschopnosť a jej význam v národnej ekonomike: (zmeny a výzvy v období globálnej finančnej krízy)*. Bratislava: Sprint 2, 2015, 240 s. [12,88 AH]. Economics. ISBN 978-80-89710-20-1.

BALÁŽ, Peter et al. Medzinárodné podnikanie. 6. vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2019. 552 s. [27,50 AH]. ISBN 978-80-89710-51-5.

BEBIAKOVÁ, Dáša, Hana PETRÍKOVÁ, Gabriela SOPKOVÁ a Dušan STEINHAUSER. *Vývoj globalizovaného sveta v 21. storočí s akcentom na jeho špecifické oblasti*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2015, 94 s. [6,38 AH]. ISBN 978-80-225-4215-9.

BEST HOTEL PROPERTIES. 2019. Polročná finančná správa 2019. Dostupné na: <https://besthotelproperties.sk/sk/investori/financne-informacie>

BRANKO, A.S. Správa audítora 2018. 2019. Dostupné na: <https://www.branko-nitra.sk/dokumenty/vyrocne-spravy>

BUDÍKOVÁ, Marie, Maria KRÁLOVÁ a Bohumil MAROŠ. *Průvodce základními statistickými metodami*. Praha: GRADA, 2010, 272 s. Expert. ISBN 978-80-247-3243-5.

CNBC. *Buffett and Dimon: Why CEOs shouldn't forecast earnings*. CNBC Interviews. (6. jún 2018). Dostupné na: <https://buffett.cnbc.com/video/2018/06/06/warren-buffett-and-jamie-dimon-say-companies-shouldnt-issue-earnings-forecasts.html?&start=0>

COMPETITIVENES ADVISORY GROUP. Enhancing european competitiveness. Rím, 1995. European Union. 30 p. <https://laboratoriocritico.uniroma1.it/index.php/PSLQuarterlyReview/article/viewFile/10610/10494>

ČUKANOVÁ, Miroslava. [Vývoj globalizovaného sveta v 21. storočí s akcentom na jeho špecifické oblasti]. *Studia commercialia Bratislavensia: scientific journal of Faculty of*

Commerce, University of Economics in Bratislava. Bratislava: Obchodná fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave, 2016, **9**(34), 222-223. ISSN 1337-7493.

DEBNÁROVÁ, Lenka. CECGA rozšírila kritériá hodnotenia spoločností. *Finančný manažér: periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov*. Bratislava: Slovenská asociácia podnikových finančníkov, 2015, 15(2), 7-9. ISSN 1335-5813.

DOING BUSINESS. Protecting Minority Investors, Resolving Insolvency. 2013. Dostupné na: <https://www.doingbusiness.org/en/custom-query>

GRANČAY, Martin, Nóra SZIKOROVÁ a Veronika FODOROVÁ. *Nová metodika tvorby písomných prác*. 2. preprac. a dopln. vyd. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2013, 132 s. [7,08 AH]. ISBN 978-80-225-3687-5.

HANÁK, Róbert. *Dátová analýza pre sociálne vedy*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2016, 148 s. [12,47 AH]. ISBN 978-80-225-4345-3.

HUČKA, Miroslav, Milan MALÝ a František OKRUHLICA. *Správa společností*. Praha: Kernberg Publishing, 2007, 272 s. ISBN 978-80-903962-0-3.

HUČKA, Miroslav. Strategie českých průmyslových podniků v období přípravy vstupu ČR do Evropské unie. *Ekonomická revue: odborný časopis Ekonomické fakulty Vysoké školy báňské - Technické univerzity Ostrava*. Ostrava: VŠB - Technická univerzita Ostrava, Ekonomická fakulta, 2002, **5**(3), 31-42. ISSN 1212-3951.

CHAJDIAK, Jozef. *Štatistika v Exceli 2007*. Bratislava: STATIS, 2009, 304 s. ISBN 978-80-85659-49-8.

INTERAUDIT GROUP, S.R.O. Správa nezávislého audítora. Štatutárnemu orgánu a výboru pre audit spoločnosti Plastika, a.s. 2019. Dostupné na: <https://plastika.sk/wp-content/uploads/2019/04/vs-2018-final-01.pdf>

JAMBOROVÁ, Erika Mária. [Zahraničnoobchodná politika EÚ v meniacich sa podmienkach globálneho hospodárskeho prostredia]. *Dlhová kríza v eurozóne - analýza súvislostí a hľadanie riešení: zborník vedeckých statí riešiteľov projektov VEGA 2014*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2014, , 105-107. ISBN 978-80-225-4027-8.

KITTOVÁ, Zuzana, Dušan STEINHAUSER a Viera RUŽEKOVÁ. Economic Transition and the Corporate Governance Implementation. *Entrepreneurship - Development Tendencies and Empirical Approach*. Rijeka: InTech, 2018, , 55-70. ISBN 978-953-51-3760-3.

KLÍROVÁ, Jana. *Corporate governance: správa a řízení obchodních společností*. Praha: MANAGEMENT PRESS, 2001, 126 s. ISBN 80-7261-052-X.

KNAPIK, Peter a Daniel KRAJČÍK. Corporate governance failures – causality and consequences. *Ekonomické rozhľady: vedecký časopis Ekonomickej univerzity v Bratislave*. Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave, 2012, 41(4), 452-470. ISSN 0323-262X.

KNAPIK, Peter a Dušan STEINHAUSER. Dlhová kríza a opatrenia na zvýšenie daňovej spravodlivosti a transparentnosti: The Debt crisis and measures to increase tax fairness and transparency. *Dlhová kríza v eurozóne - analýza súvislostí a hľadanie riešení: zborník vedeckých statí riešiteľov projektov VEGA 2014*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2014, , 23-40. ISBN 978-80-225-4027-8.

KNAPIK, Peter a Dušan STEINHAUSER. Zadlžovanie a zdaňovanie: Running up debts and taxation. *Dlhová kríza v eurozóne - analýza súvislostí a hľadanie riešení: zborník vedeckých statí riešiteľov projektov VEGA 2014*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2014, , 7-22. ISBN 978-80-225-4027-8.

KURZEJA, Jan a Jiří NOVÁK. Corporate governance quality and a firm's adaptation to competitive threats. *Finance a úvěr: Czech journal of economics and finance*. Praha: UK Praha, Fakulta sociálních věd, 2017, 67(1), 53-78. ISSN 2464-7683.

KÚPELE DUDINCE, A.S. Výročná správa 2018. 2019. Dostupné na: < https://www.kupeledudince.sk/o-spolocnosti/na-stiahnutie>

LIŠKA, Václav, Kamila SLUKOVÁ a Jolana VOLEJNÍKOVÁ. *Institucionální ekonomie*. Praha: Professional Publishing, 2011, 235 s. ISBN 978-80-7431-051-5.

LUKÁČIK, M. – LUKÁČIKOVÁ, A. – SZOMOLÁNYI, K. 2011. *Ekonometrické modelovanie v programoch EViews a Gretl*. Bratislava : Ekonóm, 2011. 330 s. ISBN 978-80-225-3320-1.

MARCINČIN, Anton. Správa obchodných spoločností v tranzitívnych krajinách - úvod. *Finance a úvěr*. Praha: UK Praha, Fakulta sociálních věd, 2000, **50**(2), 97-112. ISSN 0015-1920.

MASÁROVÁ, Helena. Lisý, J. a kol.: Dejiny ekonomických teórií. Bratislava: Iura Edition, 2003, 386 s. *Ekonomické rozhľady: vedecký časopis Ekonomickej univerzity v Bratislave = quarterly journal of the University of Economics Bratislava*. Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave, 2004, **33**(1), 124-125. ISSN 0323-262X.

MLČOCH, Lubomír. *Institucionální ekonomie*. 2. vyd. Praha: Univerzita Karlova v Praze. Nakladatelství Karolinum, 2005, 189 s. ISBN 80-246-1029-9.

MUSA, Hussam, Lenka DEBNÁROVÁ, Zdenka MUSOVÁ a Peter KRIŠTOFÍK. Gender equality and corporate governance in Slovakia: Rodová rovnosť a corporate governance na Slovensku. *E+M. Ekonomie a management: vědecký ekonomický časopis*. Liberec: Ekonomická fakulta Technické univerzity v Liberci, 2017, 20(1), 98-110. ISSN 1212-3609.

OECD (2009). The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. OECD, 2009. 30 p. <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf> ISSN 1995-2864.

OECD (2012). Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles. [online]. OECD, 2012. 34 p. [cit. 06.01.2020] Dostupné na internete: <http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>

OECD (2014), Risk Management and Corporate Governance, Corporate Governance, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264208636-en> ISBN 978-92-64-20863-6.

OECD (2015), Trade in Value Added (TiVA): Principal indicators. OECD Publishing. <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TIVA_2018_C1>

OECD (2015), G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en> ISBN: 978-92-64-23688-2.

OKRUHLICA, František. *Vlastnícka správa spoločnosti: (corporate governance)*. Bratislava: Iura Edition, člen skupiny Wolters Kluwer, 2013, 336 s. Ekonómia, 458. ISBN 978-80-8078-603-8.

PACÁKOVÁ, Viera, Viera LABUDOVÁ, Ľubica SIPKOVÁ, Erik ŠOLTÉS a Mária VOJTKOVÁ. *Štatistické metódy pre ekonómov.* Bratislava: Iura Edition, člen skupiny Wolters Kluwer, 2009, 405 s. Ekonómia, 305. ISBN 978-80-8078-284-9.

PAŽITNÝ, Peter. *Princípy corporate governance*. Health Policy Institute. 2009. Dostupné na: <http://www.hpi.sk/cdata/Documents/principy_corporate_governance.pdf>

POĽNONÁKUP ŠARIŠ A.S. Výročná správa 2018. 2019. Dostupné na: <http://pnsaris.sk/wp-content/uploads/2019/07/V%C3%BDro%C4%8Dn%C3%A1-spr%C3%A1va-2018-VZ.pdf>

PRSERVIS.SK Poznáme päť najtransparentnejších spoločností na Slovensku. 2015. Dostupné na: <https://www.prservis.sk/pozname-pat-najtransparentnejsich-spolocnosti-na-slovensku/>

SAGC. Kódexu správy spoločností na Slovensku. 2016. Dostupné na: <https://sacg.sk/wp-content/uploads/2019/10/web_kodex_2016_02.pdf>

SEMAT, A.S. Ročná finančná správa spoločnosti Semat, a.s. 2018. 2019. Dostupné na: <https://www.semat.sk/pages/docs.php>

SCHWAB, Klaus, World economic forum (2019). The Global Competitiveness Report 2019. ISBN-13: 978-2-940631-02-5 Dostupné na: <http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf>

SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W. (1997). A Survey of corporate governance. The journal of finance, vol. LII, no. 2, June 1997, pp. 737-783.

STEINHAUSER, Dušan. Problematika korupcie a jej kultúrne aspekty na pozadí novej inštitucionálnej ekonomickej teórie ako jeden z faktorov vzniku krízových stavov. *Studia commercialia Bratislavensia: scientific journal of Faculty of Commerce, University of Economics in Bratislava*. Bratislava: Obchodná fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave, 2015, **8**(29), 92-102. ISSN 1337-7493.

STEINHAUSER, Dušan. Revízia Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku v súlade s G20/0ECD princípmi corporate governance 2015. Finančný manažér: periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov. Bratislava: Slovenská asociácia podnikových finančníkov, 2016, 16(2), 6-8. ISSN 1335-5813.

STEINHAUSER, Dušan. [Riadenie rizík v medzinárodnom obchode: Manažment hodnoty a rizika v globálnom podnikateľskom prostredí]. *Dlhová kríza v eurozóne - analýza súvislostí a hľadanie riešení: zborník vedeckých statí riešiteľov projektov VEGA 2014*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2014, , 99-100. ISBN 978-80-225-4027-8.

SÚTN 2011. STN ISO 31000 *Manažérstvo rizika – Zásady a návod*. SÚTN : Bratislava, 2011.

THE HERITAGE FOUNDATION. *Index of economic freedom.* 2019. Dostupné na: <https://www.heritage.org/index/pdf/2019/countries/slovakia.pdf>

TATRA BANKA. 2019. Výročná správa 2018. Dostupné na: <https://www.tatrabanka.sk/files/archiv/financne-ukazovatele/vyrocne-spravy/TB_Vyrocna_sprava_2018_SK_web.pdf>

TATRA MOUNTIAN RESORTS. 2019. Vyhlásenie o dodržiavaní zásad Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku k 31/10/2018. Dostupné na: <https://www.tmr.sk/data/modules/document.manager/documents/corporate_governance/vyhlasenie-o-dodriavani-kodexu-spravy-a-riadenia-spolocnnosti-na-slovensku-k-31-10-2018.pdf>

THREE MODELS OF CG. Lectures on Corporate Governance - Three Models of Corporate Governance. (December 2005). Dostupné na: <http://www.emergingmarketsesg.net/esg/wp-content/uploads/2011/01/Three-Models-of-Corporate-Governance-January-2009.pdf>

UNICREDIT BANK CZECH REPUBLIC AND SLOVAKIA, A.S. Výročná správa 2018. 2019. Dostupné na: https://www.unicreditbank.sk/content/dam/cee2020-pws-sk/sk-dokumenty/o_banke/vysledky/vyrocneSpravy/UCBSK_Vyrocna_sprava_UniCreditBank_2018.pdf

WORLD BANK. 2013. Doing Business 2013: Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. Washington, DC: World Bank Group. DOI: 10.1596/978-0-8213-9615-5.

WORLD BANK GROUP. *Doing business 2020. Economy profile Slovak Republic.* 2020. Dostupné na: <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/s/slovakia/SVK.pdf>

WILLIAMSON, O. E. (1990). The economic institutions of capitalism.

Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve. Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2002/431/20200101>

ZINGALES, L. (1997): Corporate governance. Working paper, no. 6309, National Bureau of economic research, Combridge, MA. 1997.