

APLIKÁCIA PRINCÍPOV CORPORATE GOVERNANCE NA SLOVENSKU CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES APPLICATION IN SLOVAKIA

HUSSAM MUSA^a, ZDENKA MUSOVÁ^b

hussam.musa@umb.sk, zdenka.musova@umb.sk

^a Matej Bel University in Banská Bystrica, Faculty of Economics, Department of Finance and Accounting, Tajovského 10, Banská Bystrica, Slovak Republic

^b Matej Bel University in Banská Bystrica, Faculty of Economics, Department of Corporate Economics and Management, Tajovského 10, Banská Bystrica, Slovak Republic

Abstract

Higher responsibility and transparency in business are the factors that can contribute to achieving stability and sustainable growth in the global economic environment. An important role in relation to shareholders and employees plays corporate governance (CG). OECD's definition characterizes corporate governance as the system by which business corporations are directed and controlled. The CG structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as the board, managers, shareholders and other stakeholders and spells out the rules and procedures for making decisions in corporate affairs. In Slovakia, Corporate Governance is a relatively new term in this regard. In that context, the aim of the paper is to define the theoretical basis of the CG, to present the basic principles of CG implementation in Slovak companies and to point out the possible impacts of CG on corporate management.

Key words

Corporate governance, responsibility, transparency, financial decision, stakeholders, innovation.

JEL klasifikácia

G34, M10, M14, O16, O30

1. Úvod do problematiky, teoretické východiská

Pojem Corporate Governance a jeho každodenné používanie sa v posledných dvadsiatich rokoch stáva novým fenoménom. Rôzni autori pristupujú k definovaniu tohto pojmu rozdielne, pričom je zrejmý vplyv oblasti, v ktorej pôsobia. Cieľom príspevku je preskúmať možnosti aplikácie princípov Corporate Governance na Slovensku.

Ako jeden z prvých definoval pojem Corporate Governance (CG) Sir Adrian Cadbury (1992) ako „systém, prostredníctvom ktorého sú spoločnosti riadené a kontrolované“. CG podľa neho zabezpečuje rovnováhu medzi ekonomickými, sociálnymi, individuálnymi a komunálnymi cieľmi spoločnosti s ohľadom na všetky záujmové skupiny.

Roubíček (1998) a Musa et al. (2015) rozumejú pod pojmom CG aj vnútorné usporiadanie spoločnosti, t.j. zloženie právomocí dozornej rady a predstavenstva, a vzťahy medzi akcionármi a manažmentom. Z tohto dôvodu sa Corporate Governance často označuje aj pojmom správa a riadenie spoločností. Úlohou správy obchodných spoločností je posudzovať

podnikateľskú výkonnosť z širšieho pohľadu ako exekutíva, t.j. zvažovať záujmy všetkých oprávnených zainteresovaných strán, a v tomto smere svojou činnosťou ovplyvňovať tvorbu podnikateľskej stratégie a jej implementácie s cieľom uspokojovať tieto záujmy (Klírová, 2001). Definícia organizácie OECD nadväzuje na Cadburyho formuláciu CG (súbor postupov a procesov, podľa ktorých je organizácia kontrolovaná a riadená). Určuje rozdelenie práv a povinností medzi jednotlivými účastníkmi v organizácii (napr. predstavenstvo, manažéri, akcionári, a inými zainteresovanými stranami) a stanovuje pravidlá a postupy pre rozhodovanie (OECD, 2004).

Náplň obidvoch zložiek správy a riadenia definujú Kislingerová a Nový (2005) nasledovne:

a) riadenie spoločnosti predstavuje súbor činností výkonných pracovníkov za účelom definovania a dosiahnutia cieľov spoločnosti,

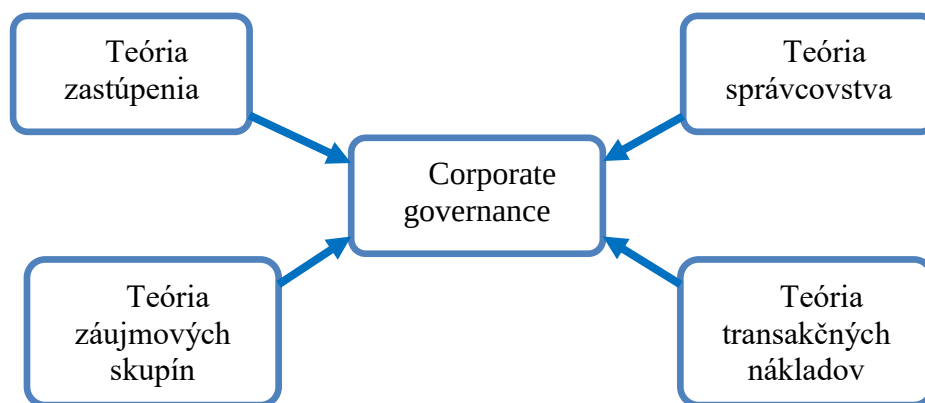
b) správa spoločnosti zahŕňa procesy, štruktúry a vzťahy, pomocou ktorých správny orgán dohliada na činnosť svojich výkonných pracovníkov.

Definícia od Lazárovej (2008) zdôrazňuje dôležitosť etického správania: Corporate governance predstavuje spravovanie a riadenie spoločnosti na princípoch otvorenosti, čestnosti a zodpovednosti manažmentu vo vzťahu k akcionárom, zamestnancom, dodávateľom, klientom, bankám, regulátorom, bezprostrednému okoliu a životnému prostrediu. Tento aspekt zdôrazňuje aj Musová et al. (2018), ktorí CG vnímajú ako jeden z nástrojov spoločensky zodpovedného správania podnikov v ekonomickej oblasti. Podľa Mallin (2013) cieľom CG je zabezpečiť, aby spoločnosť bola riadená v najlepšom záujme pre akcionárov a iné záujmové skupiny spoločnosti. Corporate governance podporuje transparentnosť a zodpovednosť, ktoré sú pre investorov kľúčovými vlastnosťami pre správne riadenie spoločnosti.

2. Základné teórie corporate governance

Hlavné teórie, ktoré ovplyvnili vývoj corporate governance, vychádzajú z prvotných problémov oddelenia vlastníctva od riadenia. Potenciálne problémy oddelenia vlastníctva od riadenia identifikoval Adam Smith už v osemnástom storočí. Smith upozorňoval, že nemôžeme očakávať, že manažéri budú dohliadať na peniaze spoločnosti rovnako ako v prípade, keby boli ich vlastné (Mallin, 2013).

Schéma 1 Hlavné teórie, ktoré ovplyvnili vývoj corporate governance



Zdroj: Mallin, 2013.

Je definovaných viacero teórií, ktoré súvisia s rozvojom problematiky CG (schéma 1). Autori zaoberajúci sa teóriami CG sa prikláňajú k dvom najdôležitejším, a to k teórii zastúpenia a teórii záujmových skupín. Vplyv spomínaných teórií je značný aj pri definovaní samotného pojmu CG. Corporate governance Boubakri et al. (2005) chápu ako reakciu na problémy zastúpenia (agenstva), ktoré vznikajú z oddelenia vlastníctva a kontroly v spoločnosti. V prípade oddeleného vlastníctva od riadenia predstavuje CG súbor mechanizmov, ktoré majú vplyv na rozhodovanie manažérov (Elbadry, 2010). Prostredníctvom Corporate Governance možno ovplyvniť manažérov konajúcich vo vlastnom záujme, aby vykonávali také rozhodnutia, ktoré maximalizujú hodnotu spoločnosti pre ich vlastníkov. Z pohľadu teórie záujmových skupín ide predovšetkým o spôsoby, prostredníctvom ktorých všetky záujmové strany v snahe o blaho spoločnosti majú zabezpečiť, aby manažéri spoločnosti prijali také opatrenia alebo mechanizmy, ktoré chránia záujmy všetkých zainteresovaných skupín, nielen akcionárov, ale aj veriteľov, zamestnancov, zákazníkov, dodávateľov a ďalších (Elbadry, 2010). Bez ohľadu na to, ktorú z uvedených teórií sa spoločnosť rozhodne aplikovať, pri každej z nich musí zohľadniť nákladovo efektívne riešenie a spôsoby alebo mechanizmy riešenia konfliktov medzi manažmentom, akcionármi a záujmovými skupinami.

3. Princípy Corporate Governance

Cieľom formovania a zlepšovania Corporate Governance spoločností je zavádzanie dobrej praxe, ktorá vychádza z osvedčených princípov spracovaných do najrôznejších zásad a kódexov. Za prvé počiatky formulácie princípov CG sa považuje Cadburyho Kódex najlepšej praxe z roku 1992, v ktorom Sir Adrian Cadbury, člen Institute of Directors, vyzdvihol princípy informačnej otvorenosti, poctivosti a zodpovednosti v rámci Corporate Governance. Je dôležité poznamenať, že bol primárne spracovaný na podmienky Veľkej Británie, t.j. na jednoúrovňový model CG. S narastajúcim záujmom o problematiku odmeňovania predstaviteľov vrcholového riadenia sa uskutočnila v roku 1995 konferencia pod vedením Sira Richarda Greenburyho. Výsledná správa, označovaná ako Greenburyho správa, odporúčala zverejňovať odmeňovanie vrcholového vedenia a zavedenie nezávislých výborov pre odmeňovanie. Komisia pod vedením Ronalda Hampela mala zhodnotiť vplyv zavedenia Cadburyho kódexu a Greenburyho správy vo Veľkej Británii. Z výsledkov prieskumu vyplynula potreba vytvoriť zjednotený kódex a odstrániť nedostatky predchádzajúcich. Pre úspešnú implementáciu zjednoteného kódexu bol vypracovaný dokument s názvom „Odporúčania k implementácii zjednoteného kódexu“ pod vedením Nigela Turnbulla. Základným kvalitatívnym posunom v Turnbullovom kódexe bolo zaradenie problematiky rizika a úlohy správnych orgánov v riadení rizika (Mallin, 2013).

Pozitívne, ale najmä negatívne skúsenosti viedli na rôznych platformách k formulovaniu určitých zásad, ktorými by sa mali riadiť vzťahy medzi majiteľmi spoločnosti, výkonným manažmentom a ostatnými zainteresovanými skupinami. V medzinárodnom meradle sa tejto problematiky najvýraznejšie zhostila Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj, ktorá v roku 1999 vydala OECD princípy správy a riadenia spoločností (OECD Principles of Corporate Governance), ktoré následne v roku 2004 aktualizovala na základe skúseností z účtovných škandálov v mnohých amerických a európskych spoločnostiach na prelome milénia. Princípy OECD sa stali východiskom pre tvorbu národných kódexov zodpovednej správy a riadenia spoločností vo väčšine vyspelých krajín sveta.

Rovnako ako v mnohých štátoch sveta, aj na Slovensku sa iniciatívy vytvorenia národného kódexu správy a riadenia spoločností ujala burza cenných papierov. Táto v spolupráci s ďalšími inštitúciami, profesijnými asociáciami a zástupcami kótovaných spoločností a po mnohých rokovaníach na základe širokého konsenzu zúčastnených strán vyprofilovala v septembri 2002 spoločný Zjednotený kódex správy a riadenia spoločností (následne sa stal súčasťou burzových pravidiel na prijatie akcií na kótovaný trh). Kódex sa opakovane aktualizoval do súčasnej podoby (poslednýkrát v roku 2016 po schválení princípov G20/OECD v septembri 2015 v Ankare a odporúčaníach Európskej komisie pre oblasť správy a riadenia spoločností týkajúce sa nezávislých členov orgánov spoločností, odmeňovania a vykazovania na základe princípu „dodrži“ alebo vysvetli (odporúčania č. 2004/913/ES, 2005/162/ES, 2009/385/ES, 2014/208/EU) a zohľadnené boli aj Usmernenia OSN týkajúce sa ľudských práv zo 16. júna 2011)¹.

Aktuálne náš národný Kódex správy a riadenia spoločností na Slovensku vymedzuje základné princípy CG nasledovne:

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

Ochraňovať a uľahčovať výkon akcionárskych práv a zabezpečovať spravodlivé zaobchádzanie so všetkými akcionármi, vrátane minoritných a zahraničných akcionárov. Všetci akcionári by mali mať možnosť získať účinné odškodnenie v prípade porušenia ich práv.

II. *Inštitucionálni investori, kapitálové trhy a iní sprostredkovatelia*

Poskytovať funkčné stimuly v rámci celého investičného reťazca a zabezpečiť, aby kapitálové trhy fungovali spôsobom, ktorý prispieva ku kvalitnej správe spoločností.

III. *Úloha zainteresovaných strán pri správe spoločností*

Uznávať práva zainteresovaných strán 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.

IV. *Zverejňovanie informácií a transparentnosť*

Zabezpečiť, aby sa zverejňovali včasné a presné informácie vo všetkých podstatných záležitostiach týkajúcich sa spoločnosti vrátane finančnej situácie, výkonnosti, vlastníctva a správy spoločnosti.

V. *Zodpovednosť orgánov spoločnosti*

Zabezpečiť strategické riadenie spoločnosti, efektívne monitorovanie manažmentu orgánmi spoločnosti a zodpovednosť orgánov spoločnosti voči spoločnosti a akcionárom.

Princípy kódexu by mali byť určitým návodom na správu a riadenie spoločností bez toho, aby boli príliš reštriktívne. Mali by v spoločnosti zabezpečiť vyváženosť medzi kontrolou a

¹ S cieľom uviesť zásady kódexu do každodennej praxe spoločností Burza cenných papierov v Bratislave (BCPB) iniciovala vytvorenie asociácie, ktorej poslaním je monitorovať celosvetový vývoj v oblasti Corporate Governance, posilniť verejnú, odbornú aj politickú diskusiu na túto tému v spoločnosti, zabezpečiť odborný rast súčasných, ako aj potenciálnych členov predstavenstiev a dozorných rád a vytvoriť profesionálne zázemie na získavanie aktuálnych poznatkov z oblasti CG. V októbri 2004 bola za podpory dvadsiatich zakladajúcich členov založená Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností – Central European Corporate Governance Association (CECGA). 9.4.2018 Valné zhromaždenie rozhodlo o zmene názvu asociácie na „Slovenská asociácia Corporate Governance“ (Slovak Association of Corporate Governance – SACG).

podnikateľskou slobodou a povzbudzovať komunikáciu a transparentnosť pri správe spoločnosti. Princípy a odporúčania sú svojou povahou veľmi flexibilné, čo umožňuje ich implementáciu v každej spoločnosti bez ohľadu na jej veľkosť, zameranie alebo vnútornú kultúru. Systém „dodržiuj alebo vysvetli“ umožňuje spoločnostiam určité odchýlky od princípov, pokiaľ sú opodstatnené špecifickými okolnosťami a spoločnosť k nim poskytne primerané vysvetlenie. Pri tvorbe kódexu dominovala snaha vytvoriť komplexný pohľad na všetky najdôležitejšie zásady, ktorých dodržiavanie môže napomôcť k vytvoreniu vyváženého, transparentného a kvalitného podnikateľského prostredia.

Viacere princípy sú už dnes 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. Pre úplnosť sú však v kódexe uvádzané všetky dôležité princípy, napriek tomu, že povinnosť dodržiavať niektoré z nich vyplýva pre povinné spoločnosti priamo zo zákona. Zákony sa v dobe krízy často menia, ale princípy dobrej správy spoločností by mali mať stabilnejšiu povahu.

4. Vplyv Corporate Governance na podnikový manažment

K významným diskusiám medzi odborníkmi, akademikmi a regulátormi podnecuje problematika informačnej asymetrie. Autori zahraničných štúdií poukazujú na vplyv informačnej asymetrie aj vo vzťahu k finančnému rozhodovaniu v podniku. Bharath, Pasquariello a Wu (2006) vo svojej štúdii potvrdili vplyv informačnej asymetrie na rozhodovanie o kapitálovej štruktúre vo vybraných podnikoch na území USA počas obdobia rokov 1973 – 2002.

Vzťah medzi uplatňovaním princípov Corporate Governance a informačnej asymetrie skúmali Kanagaretnam, Lobo a Whalen (2007). Pri hodnotení kvality CG boli určené tri faktory: nezávislosť správnej rady, štruktúra správnej rady a činnosť správnej rady. Na základe výsledkov štúdie autori prijali vopred stanovený predpoklad o existencii vzťahu medzi kvalitným uplatňovaním princípov CG a znížením úrovne informačnej asymetrie. Spoločnosti s vyššou úrovňou CG vydávajú častejšie a presnejšie prognózy ziskov. Aj autori Cai, Liu a Qian (2008) rovnako skúmali vzťah Corporate Governance a informačnej asymetrie, pričom si určili iné faktory ovplyvňujúce CG: intenzitu monitorovania zo strany správnej rady, zabezpečenie proti prevzatíu a systém odmeňovania manažérov na princípe „pay for performance“. Štúdia potvrdila štatisticky významný vzťah medzi intenzitou monitorovania správnej rady a mierou informačnej asymetrie, t.j. čím je intenzita monitorovania správnej rady nižšia, tým je vyššia miera informačnej asymetrie. Taktiež potvrdili nepriamu koreláciu medzi odmeňovaním na základe „pay for performance“ a informačnou asymetriou. Výsledky štúdie od autorov Anglin, Gao, Edelstein a Tsang (2009) potvrdili hypotézu, na základe ktorej sa predpokladalo zmiernenie informačnej asymetrie prostredníctvom uplatňovania princípov Corporate Governance. Podľa výsledkov kvalitnejšie uplatňovanie princípov CG znižuje informačnú asymetriu a súčasne znižuje náklady na získavanie finančných prostriedkov. Správna rada koná v záujme akcionárov vtedy, ak sú ich finančné stimuly rovnaké.

Úroveň dodržiavania princípov Corporate Governance môže napovedať aj o vyspelosti kapitálového trhu a podnikateľského prostredia danej krajiny. Zodpovedné uplatňovanie princípov CG má preukázateľne pozitívny vplyv na široké spektrum oblastí podnikového manažmentu (Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1997; Clark, T., 2004; Abdullah, H. a

Arulanandam Valentine, B., 2009; Mallin, 2013). Claessens a Yurtoglu (2012) sumarizujú tieto pozitívne vplyvy nasledovne:

- lepší prístup spoločnosti k externému zdroju financovania. Prístup k zdrojom financovania podnecuje k vyšším investíciám, vyššiemu rastu a tvorbe nových pracovných miest;
- zníženie nákladov kapitálu a s tým súvisiace vyššie ocenenie firmy; atraktivnosť spoločnosti pre investorov vzrastie, čo vedie k rastu a vyššej zamestnanosti;
- zlepšenie prevádzkovej výkonnosti vďaka lepšej alokácii zdrojov a efektívnejšiemu riadeniu, čo vytvára vo všeobecnosti bohatstvo;
- kvalitnejšie vzťahy so všetkými záujmovými skupinami spoločnosti - zodpovedné uplatňovanie princípov CG môže vo všeobecnosti minimalizovať výskyt finančných kríz, ktoré spôsobujú veľké ekonomické a sociálne náklady.

Na Slovensku sa otázka uplatňovania princípov transparentnej a zodpovednej správy spoločností dostávala do povedomia nielen odbornej ale aj laickej verejnosti postupne. Poctivosť, otvorenosť a zodpovednosť by pritom mali byť prirodzeným predpokladom zodpovedného podnikania a transparentnej správy a riadenia organizácií. Na základe nášho doterajšieho skúmania možno konštatovať, že v súčasnosti sa záujem spoločností o problematiku Corporate Governance zvyšuje. Pribúda spoločností, ktoré pri správe princípy CG dodržiavajú, najmä čo sa týka prístupu k zverejňovaniu informácií či už vo forme výročných správ, alebo iných informačných dokumentov, či vytváraním špecializovaných pozícií a útvarov, ako je napríklad tajomník pre správu, výbor pre audit, výbor pre odmeňovanie a podobne.

5. Záver

Účtovné škandály podnikateľských subjektov a odhalenie podvodov v USA aj v Európe na prelome tisícročí vyvolali významný tlak na zvýšenie etiky v podnikaní a vyššiu kvalitu kontrolných mechanizmov v spoločnostiach. Zodpovedná správa a riadenie spoločností – Corporate Governance – sa stala ústrednou agendou nefinančných i finančných spoločností, kapitálových trhov, národných vlád, Európskej komisie i medzinárodných inštitúcií. Globalizačné procesy ovplyvňujú právny, regulačný a inštitucionálny rámec jednotlivých krajín, aby vytvárali pružné a konkurencieschopné podmienky aj v oblasti správy a riadenia podnikov.

Transparentnosť, otvorenosť a zodpovednosť sú faktory, ktoré majú nesmierny význam pre udržanie dôvery medzi spoločnosťou, akcionármi a všetkými relevantnými zainteresovanými stranami. Ich vplyv na kvalitu správy a riadenia spočíva nielen v zlepšení vnímania organizácie navonok, ale aj v zlepšovaní systému CG dovnútra. Ďalším dôležitým aspektom, ktorý ovplyvňuje výkon CG je legislatívne a ekonomické prostredie. Je potrebné, aby zlepšenie podnikateľského prostredia na Slovensku nebolo deklarované len v rovine prísľubov, ale aj praktickej realizácie, aby boli jasne zadefinované pravidlá a zamedzilo sa často uplatňovanej vysokej miere flexibility výkladov právnych predpisov v našich podmienkach. Sme toho názoru, že len zodpovednosť, prehľadnosť a právna istota sú zárukou rozvoja podnikateľského prostredia na Slovensku.

Pod'akovanie

Príspevok je súčasťou riešenia projektov VEGA 1/0749/18 „Výskum možností aplikácie princípov Corporate Governance v podnikoch na Slovensku“ a 1/0010/17 „Kontroling v praxi slovenských podnikov v kontexte psychologických aspektov vnímania jeho prínosov a bariér internými záujmovými skupinami“.

Použitá literatúra

- [1] Abdullah, H., Arulanandam, V. B. 2009. Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance. In *Middle Eastern Finance and Economics*. 2009, iss. 4, pp. 88-96.
- [2] Anglin, P., Edelstein, R., Gao, Y., Tsang, D. 2009. How Does Corporate Governance Affect the Quality of Investor Information? The Curious Case of REITs, 2009. <http://aux.zicklin.baruch.cuny.edu/jrer/papers/pdf/>
- [3] Boubakri, N., Cosset, J. C., Guedhami, O. 2005. Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries. In *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 767-790.
- [4] Cadbury, A. 1992. Cadbury Codex: The Financial Aspects of Corporate Governance. <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.
- [5] Cai, J., Liu, Y., Qian, Y. 2008. Information Asymmetry and Corporate Governance. 2008. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1082589.
- [6] Claessens, S., Yurtoglu, B. B. 2012. Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey. 2012. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1988880.
- [7] Clark, T. 2004. Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance. London and New York: Routledge, 2004.
- [8] Elbadry, A. 2010. Corporate Governance and Asymmetric Information. Germany: VDM Verlag Dr. Muller GmbH & Co. KG, 2010. 284 p. ISBN 978-3-639-29083-7.
- [9] Kanagaretnam, K., Lobo, G., Whalen, D. 2007. Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?, 2007. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425407000397>.
- [10] Kislingerová, E., Nový, I. 2005. Chování podniku v globalizujícím se prostředí. Praha: C. H. Beck, 2005. 422 p. ISBN 80-7179-847-9.
- [11] Klírová, J. 2001. Corporate governance. Správa a řízení obchodních společností. Praha: Management Press, 2001. 121 p. ISBN 80-7261-052-X.
- [12] Lazárová, B. 2008. Význam uplatňovania princípov CG v štátnych podnikoch. <http://www.cecga.org/sk/o-nas/kniznica/prezentacia>.
- [13] Mallin, Ch. 2013. Corporate Governance. Oxford: Oxford University Press, 2013. 384 p. ISBN 978-0-19-964466-7.
- [14] Musa, H., Debnárová, L., Musová, Z. 2015. Responsibility in the corporate governance framework and financial decision making process. Amsterdam : Elsevier. In *Procedia economics and finance : 2nd Global conference on business, economics, management and tourism*, 2015, vol. 23, p. 1023-1029. ISSN 2212-5671.

- [15] Musa, H., Musová, Z., Debnárová, L. 2018. Importance of corporate governance in socially responsible behaviour of enterprises. London: InTech. In Entrepreneurship - development tendencies and empirical approach, 2018. ISBN 978-953-51-3761-0.
- [16] Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností CECGA 2018. Kódex správy a riadenia spoločností na Slovensku. http://cecga.org/wp-content/uploads/web_kodex_2016.pdf.
- [17] OECD Principles of Corporate Governance - 2004 Edition. 2004. <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>.
- [18] Roubíček, L. 1998. Corporate Governance (správa a řízení společností). Ostrava: VŠB - Technická univerzita, 1998.
- [19] Shleifer, A., Vishny, R., W. 1997. A Survey of Corporate Governance. In Journal of Finance, 1997, vol. 52, iss. 2, pp. 737-783.