

## **Analýza správy korporácií a procesu vlastníckych zmien v Slovenskej republike**

*Daneš BRZICA\**

---

### **Analysis of Corporate Governance and Ownership Change Process in Slovak Republic**

#### **Abstract**

*The paper analyses more than a decade of corporate governance development in the Slovak Republic. After the Introductory part (Part 1), the second part analyses ownership concentration patterns of the Slovak listed companies. Part 3 focuses on corporate restructuring as developed due to ownership changes. Corporate governance in banking sector is the topic of the Part 4. Evaluation of the impact of management changes on corporate governance system is studied in Part 5. In Part 6 are discussed changes in corporate governance as a consequence of implementation of legislation, regulation and self regulation. Non-governmental initiatives, supporting the effort for higher transparency on capital market and better corporate governance, are studied in Part 7. In the final part (Part 8), a brief evaluation of expected development in the area of activities initiated at international and supranational levels is outlined.*

**Keywords:** corporate governance, restructuring, ownership concentration, transition economy, Slovak Republic

**JEL Classification:** G30, G34, G38, P29

---

#### **Úvod**

Správa korporácie predstavuje významnú oblasť, ktorá vytvára koncepčný rámec na riešenie teoretických, manažérskych a hospodárskopolitických aspektov vzťahov medzi manažérmi, akcionármi a inými záujmovými skupinami. Kvalita podnikového sektora súvisí aj s kvalitou systému správy korporácie,

---

\* Ing. Daneš BRZICA, PhD., Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Šancova 56, 811 05 Bratislava I; e-mail: <dan.es.brzica@savba.sk>

akým daná ekonomika disponuje. Pretože významnou zložkou správy korporácie je inštitucionálny rámec podnikania, sú aj možnosti pôsobenia na skvalitnenie takýchto systémov obmedzené. Inštitucionálna ekonómia ukázala, prečo sa formálne a neformálne inštitúcie menia ťažko, a prečo si takéto zmeny vyžadujú dlhé obdobie. Okrem toho na celý systém správy pôsobia aj charakteristiky podnikovej sféry – napríklad veľkosť a štruktúra podnikov, koncentrácia vlastníkov, možnosti vstupu do odvetvia.

Prípady zlyhania systému správy korporácie v USA (napr. prípad Enronu), ako aj inde potvrdzujú, že nedostatočná pozornosť zo strany štátu venovaná tejto problematike sa môže negatívne premietnuť do národného hospodárstva. Rozsah problémov správy korporácie je široký a tento príspevok predstavuje len výber niektorých zložiek tejto problematiky.

Snažíme sa identifikovať formálne a reálne zmeny v správe korporácie, ktoré sa objavili po roku 1989, zhodnotiť pokrok v tejto oblasti a naznačiť očakávané zmeny. Najprv si všimame *reálne procesy*, najmä (a) koncentráciu vlastníctva a jeho zmeny; (b) podnikovú a bankovú reštrukturalizáciu v dôsledku vlastníckych zmien; (c) hodnotenie prístupu manažmentu k zmenám v systéme správy. Následne sa sústreďujeme na *formálne procesy*. Tie zahŕňajú (d) zmeny v správe podniku v dôsledku prijímania legislatívy, regulácií a samoregulácií, ako aj (e) iniciatívy mimovládnych organizácií snažiacich sa dosiahnuť transparentnosť na kapitálovom trhu a lepšiu správu podniku. Nakoniec sa venujeme (f) procesom očakávaných zmien iniciovaných na medzinárodnej úrovni. Sem patria iniciatívy OECD a Európskej únie, ako aj národné zmeny v prístupoch k správe podniku.

## 1. Koncentrácia vlastníctva a jeho zmeny

Správa korporácie je charakterizovaná najmä vzťahom medzi vlastníckmi a manažérmi. Je teda primárne determinovaná existujúcou vlastníckou štruktúrou, ale aj veľkostnou štruktúrou podnikov, pretože stredom záujmu výskumu v tejto oblasti je najmä veľká verejne obchodovateľná spoločnosť. Koncentrácia vlastníctva je identifikátorom zmien v ekonomike a odráža okrem iného aj meniace sa podmienky súvisiace s reguláciou kapitálového trhu, manažérskych praktík, legislatívy na preberanie podnikov a pod. (pozri [24; 32; 33]).

Od začiatku transformácie uplynulo už viac ako desať rokov a podniková sféra odvtedy zaznamenala celý rad výrazných zmien v mnohých ich štruktúrnych prvkoch, počínajúc veľkostnou štruktúrou, počtom subjektov, systémom riadenia, orientáciou v zahraničnoobchodných vzťahoch a v ďalších zložkách (pozri napr. [17; 18; 19; 29; 35]). Tieto zmeny sa odrazili v prístupe štátu k súkromným

podnikom aj štátnym organizáciám. Istá dynamika zmien v hospodárskej politike, ktorá nastala v priebehu reformného obdobia, bola čiastočne determinovaná zmenami vo vláde, ako aj záujmom významných ekonomických skupín podieľať sa na efektoch vyplývajúcich z procesu privatizácie veľkého objemu štátneho majetku.<sup>1</sup>

Výsledkom procesu zmien v priebehu veľkej privatizácie<sup>2</sup> (najmä modifikácia kupónovej privatizácie počas druhej vlny v ČR a jej nahradenie v SR v tom istom období<sup>3</sup> tzv. dlhopisovou metódou<sup>4</sup>) bol postupný ústup od anglosaského modelu k modelu kontinentálnemu, charakterizovanému relatívne nízkou aktivitou na kapitálovom trhu a vysokým podielom koncentrácie vlastníctva, najmä v prípade prvého, druhého a tretieho najväčšieho vlastníka (pozri [9; 10; 26]). Závery vyplývajúce z týchto výskumov skutočne ukazujú, že koncentrácia vlastníctva dosiahla v mnohých krajinách strednej a východnej Európy hodnoty porovnateľné s hodnotami zistenými v západnej Európe.<sup>5</sup> Tabuľka 1 ukazuje niektoré výsledky výskumu.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Bol to práve privatizačný proces, ktorý naštartoval a modifikoval celý proces konštituovania systému správy korporácie a rozvoj kapitálového trhu. Ako sa ukázalo [4; 5], privatizačný proces podnietil rozvoj kapitálového trhu a orientoval vývoj správy korporácie v prvom období skôr smerom k anglosaskému modelu správy.

<sup>2</sup> W. L. Megginson a J. M. Netter [24] poskytujú prehľad výsledkov výskumu o privatizácii a vlastnickej štruktúre v tranzitívnych ekonomikách strednej a východnej Európy. Z ich prehľadu možno urobiť niektoré zhrnutia výskumných štúdií o českej privatizácii. S. Claessens, D. Djankov a G. Pohl [12] zistili pre 706 českých firiem privatizovaných v období 1992 – 1995, že privatizované firmy prosperujú, a to primárne v dôsledku koncentrovanej vlastnickej štruktúry. Claessens a Djankov urobili neskôr dve doplnenia tohto výskumu [13; 14] pre ten istý počet spoločností, pričom analyzované obdobie rozšírili (1993 – 1997). V týchto neskorších výskumoch zistili, že koncentrované vlastníctvo je spojené s vyššou ziskovosťou a produktivitou práce. A. Weiss a G. Nikitin [38] analyzovali vzorku 125 privatizovaných českých firiem v období 1993 – 1995. Zistili, že koncentrácia v rukách veľkých akcionárov, iných ako investičný fond alebo investičná spoločnosť, je spojená so značnými zlepšeniami. J. T. Harper [15] skúmal 174 firiem privatizovaných v prvej a 380 firiem privatizovaných v druhej vlne a porovnal výsledky za privatizované firmy so štátnymi firmami. Zistil, že kým v prvej vlne predaj, ziskovosť, efektívnosť a zamestnanosť vo firmách dramaticky poklesli, firmy z druhej vlny vykázali značný nárast efektívnosti a ziskovosti a pokles v zamestnanosti. Takisto J. Lizal, L. Singer a M. Švejnár [22] zistili pozitívny vplyv na efektívnosť a ziskovosť malých a stredných firiem, ale negatívny pre veľké firmy, a to pre 373 firiem v roku 1991.

<sup>3</sup> Hlavnými charakteristikami druhej vlny v SR, ktorá bola zavedená po rozdelení federácie, bol nedostatok transparentnosti, zrušenie kupónovej metódy a predaj štátneho majetku domácim manažérmi. Celková hodnota privatizovaného majetku v druhej vlne do konca roku 1996 bola 138 mld Sk [10]. Prevažujúcou, vtedy používanou metódou boli priame predaje vopred určenému kupcovi. V rovnakom čase sa majetok predal za relatívne veľmi nízke ceny. Priemerná hodnota ukazovateľa kúpnej ceny k účtovnej hodnote majetku privatizovaného štandardnými metódami v roku 1992 bola 96,8 %. Táto hodnota poklesla na priemer 28 % za obdobie 1995 – 1998. Tento značný pokles nemožno vysvetliť len nižšou kvalitou aktív predaných v priebehu druhého uvedenej obdobia [10]. Pri porovnaní s inými krajinami počet privatizácií zamestnancami v bývalej ČSFR v prvej vlne veľkej privatizácie dosiahol len 6 % všetkých privatizovaných jednotiek a 2 % privatizovaného majetku [2].

<sup>4</sup> Išlo de facto nie o privatizáciu, ale o plošnú kompenzáciu občanom za rozhodnutie štátu, že sa nebudú môcť ako celok podieľať na pokračovaní masovej privatizácie.

Tabuľka 1

**Hlasovacia moc najväčšieho a druhého najväčšieho vlastníka  
(priemer a medián, % na hlasovacích právach)**

| Krajina    | Rok         | Najväčší vlastník hlasovacích práv |        |         | Druhý najväčší vlastník hlasovacích práv |        |         |
|------------|-------------|------------------------------------|--------|---------|------------------------------------------|--------|---------|
|            |             | počet                              | medián | priemer | počet                                    | medián | priemer |
| ČR         | 2001        | 57                                 | 52.6   | 61.1    | 43                                       | 25.3   | 26.1    |
| SR         | 1999 – 2000 | 34                                 | 39.4   | 43.8    | 29                                       | 18.8   | 19.1    |
| Estónsko   | 1999 – 2000 | 21                                 | 52.6   | 53.2    | 18                                       | 12.6   | 14.5    |
| Slovinsko  | 2000        | 136                                | 22.3   | 27.44   | 136                                      | 12.13  | 13.35   |
| Maďarsko   | 2000        | 64                                 | 43.5   | 44.7    | 64                                       | 18.0   | 18.6    |
| Rakúsko    | –           | 50                                 | 52     | –       | 50                                       | 2.5    | –       |
| Belgicko   | –           | 121                                | 50.6   | –       | 121                                      | n.a.   | –       |
| Španielsko | –           | 193                                | 34.2   | –       | 193                                      | 8.9    | –       |
| VB         | –           | 250                                | 9.9    | –       | 250                                      | 6.6    | –       |

Prameň: [1; 10]; ACE Project Corporate Governance and Disclosure in the Accession Process.

Rozdielnosť vlastníckej štruktúry predurčuje aj charakter systému správy korporácie. Pôvodné predstavy o rozptýlenej akcionárskej štruktúre v SR sa nepotvrdili. Podľa D. Brzicu [8] bola koncentrácia vlastníkov značná. Kontrolný balík vlastnil jeden investor v 64,8 % prípadov. V 27,8 % prípadov kontrolný balík držali viacerí investori. Jeden investor kontroloval najčastejšie 91 – 100 % akcií (58,1 % prípadov). Druhým najčastejším prípadom bolo, že jeden investor kontroloval 51 – 70 % akcií. Viac investorov konajúcich v zhode kontrolovalo najčastejšie do 70 % akcií (10,3 %) a do 50 % (6,9 %). Ukázalo sa, že koncentrácia investorov súvisí s niektorými parametrami výkonnosti. Napríklad v podnikoch, ktoré kontroloval jeden investor, sa nachádzala väčšina podnikov (70,6 %), ktoré konkurovali cenou aj kvalitou.

F. Okruhlica [26] analyzoval vlastnícke procesy na vzorke 45 veľkých podnikov. Podľa typu vlastníkov najväčšiu časť vzorky podnikov s najväčším vlastníkom tvorili domáci vlastníci – právnické osoby 47 % a zahraniční nebankoví investori 32 %. Oba rozhodujúce typy vlastníkov preferovali minimálne dvojtretinový vlastnícky podiel, a to domáci vlastníci – právnické osoby v 47,4 % prípadov a zahraniční investori až v 76,9 % prípadov. Nadpolovičnú väčšinu, no nižšiu ako dvojtretinovú väčšinu preferovalo v prípade prvého typu len 15,8 % vlastníkov a druhého typu 15,4 % investorov. Nadpolovičnú, no nižšiu ako dvojtretinovú väčšinu preferovalo len 19,5 % investorov. Na druhej strane, dvojtretinovú a vyššiu väčšinu preferovalo až 58,5 % vlastníkov [26].<sup>7</sup>

<sup>5</sup> V Českej republike dokonca tieto hodnoty prevyšujú tie, ktoré sa zistili v členských štátoch EÚ s najvyššími hodnotami. Pozri napríklad [1; 10]. K otázke kupónovej privatizácie pozri napríklad [11].

<sup>6</sup> Dáta o podnikoch sú pre hlavný trh burzy cenných papierov, čo dáva relatívne nižší počet analyzovaných akciových spoločností.

<sup>7</sup> Podľa Okruhlicu [26] vo viacerých prípadoch stopercentné vlastníctvo potvrdzuje prijatie európskeho modelu správy podniku.



Pri platnej legislatíve bol na prijatie rozhodnutí o zmene stanov a v zásadných majetkových a strategických rozhodnutiach potrebný súhlas aspoň dvojtretinovej väčšiny prítomných vlastníkov. Ako ukázal prieskum, mnohí investori, najmä zahraniční, preferovali úplné zabezpečenie svojich vlastníckych práv, čo svedčilo o ich nedôvere voči niektorým zložkám podnikateľského prostredia v SR.<sup>8</sup> Proces koncentrácie vlastníctva v slovenských podnikoch v rozhodujúcej miere preferovali zahraniční nebankovní investori, ktorí vykazovali 92,3 %-ný majoritný vlastnícky podiel a domáci vlastníci – právnické osoby podiel 63,1 % [26]. Z uvedených údajov vyplýva, že tendencia ku koncentrácii vlastníctva v slovenských podnikoch je podobná ako v ČR.

## **2. Podniková a banková reštrukturalizácia v dôsledku zmien vlastníckych vzťahov**

Vlastnícke zmeny so sebou prinášajú aj zmeny v manažmente, štatutárnych orgánoch,<sup>9</sup> a často aj zásadné zmeny manažérskeho štýlu. L. Rychetník urobil výskum v polovici 90. rokov a zistil, že v oblastiach týkajúcich sa externých vzťahov podniku boli zmeny v súhrne hlboké a zásadné, kým v oblastiach vnútorných vzťahov podniku boli len čiastkové a líšili sa medzi podnikmi [32]. Noví vlastníci boli často dynamickí, neboli dlhodobo zviazaní s podnikmi, v ktorých držali kontrolné balíky, a preto boli viac otvorení zmenám, a takisto zvyšovaniu efektívnosti neraz aj znížovaním počtu pracovníkov.

Takzvaná tretia vlna privatizácie, ktorá nasledovala po skončení veľkej privatizácie, priniesla tak v Slovenskej republike, ako aj v Českej republike istú stabilizáciu kontrolných balíkov, no aj rast koncentrácie kontroly v dôsledku široko uplatňovaného postupu výmeny balíkov akcií na základe predbežných dohôd medzi kľúčovými akcionármi. Tento proces sprevádzala snaha niektorých obchodníkov s cennými papiermi získať akcie od individuálnych a minoritných akcionárov, a tak si zabezpečiť kontrolný balík v prípadoch, keď v konkrétnom podniku existovalo viacero akcionárov, pričom žiaden z nich nemal výraznú hlasovaciu moc, ani kontrolný balík.

Na tento proces tretej vlny nadviazali aktivity premeny investičných fondov na holdingové spoločnosti, aby sa tak vytvoril priestor na získanie väčších podielov, ako to umožňoval nebankovým finančným subjektom zákon.

<sup>8</sup> Ide najmä o transparentnosť, dohľad nad finančným trhom, ochranu minoritných akcionárov a vymáhateľnosť práva.

<sup>9</sup> V článku [5] sme na základe empirického výskumu ukázali, že zmeny v štatutárnych orgánoch boli značné. Len v období 1990 – 1994 došlo každoročne približne u 50 % členov štatutárnych orgánov v analyzovanej vzorke 52 stredne veľkých a veľkých podnikov k zmene aspoň jedného člena, pričom vrchol sa zaznamenal v roku 1992.

Kľúčovým problémom hospodárskej politiky bolo, či najskôr privatizovať a potom reštrukturalizovať, a kto má byť subjektom, ktorý bude reštrukturalizáciu uskutočňovať. Vo svojej práci van Wijnbergen [37] ukazuje, že kľúčovým agentom zmien v rámci správy korporácie by mali byť banky. Dôvody na to vidí vo dvoch aspektoch: a) s výnimkou manažérov sú to práve banky, ktoré majú prístup k interným informáciám o potenciáli podniku prostredníctvom svojich úverových liniek; b) pre banky je oveľa ľahšie štruktúrovať svoje stimuly k rýchlej reštrukturalizácii a privatizácii namiesto oddiaľovania a obštrukcií, ako je to v prípade vládnych agentúr. Tak bývalá federálna vláda, ako aj národné vlády neboli na začiatku 90. rokov ochotné rýchlo privatizovať bankový sektor, čo viedlo k charakteristike tohto obdobia ako tzv. bankového socializmu.<sup>10</sup>

Proces úverovania teda na jednej strane znamenal požiadavku bánk na kolaterál v prípade dopytu po úveroch zo strany malých a stredných podnikov, a na strane druhej značné úvery veľkým podnikom. Príkladom v tomto smere bolo úverovanie VSŽ Košice Investičnou a rozvojovou bankou (viac o situácii vo VSŽ v tom čase pozri [7]).

Nedostatočné zhodnotenie dôsledkov regulácie viedlo k množstvu stratégií, ktoré v konečnom dôsledku spôsobili celý rad problémov najskôr malým a individuálnym investorom, a neskôr aj niektorým veľkým. Zaujímavosťou však je, že svoje postavenie v bývalej federácii nezneužívali len majoritní či veľkí akcionári, ale aj akcionári minoritní a individuálni.

#### **Rámček 1: Transfery aktív (tzv. tunelovanie) – základné používané stratégie**

**Prvá stratégia: Pokuty.** Pri tejto stratégii investičný fond uzatvára zmluvu s firmou nejakou spojenou s manažmentom investičného fondu a táto zmluva je sankcionovaná vysokými pokutami. Neskôr nie je schopný splniť podmienky zmluvy a platí veľmi vysoké pokuty. Peniaze vyplácané ako pokuta sa potom rozdeľujú medzi podnik a manažment fondu.

**Druhá stratégia: Nevýhodné objednávky.** V prípade takejto stratégie investičný fond investuje do akciových spoločností a tie majú zástupcu investičného fondu v manažmente. Tieto spoločnosti platia nevýhodné platby spoločnostiam s ručením obmedzeným, v manažmente ktorých sú zástupcovia tak daného investičného fondu, ako aj akciových spoločností. Spoločnosti s ručením obmedzeným získavajú lukratívne objednávky od týchto akciových spoločností a vrcholoví manažéri týchto akciových spoločností, ako aj fondu sa podieľajú na zisku.

**Tretia stratégia: Nevýhodné predaje akcií.** V tomto prípade investičný fond predáva akcie za nevýhodnú cenu podniku, ktorý je v priateľskom vzťahu k manažmentu tohto investičného fondu. Tak podnik, ako aj manažment fondu sa podieľajú na zisku z operácie.

*Prameň: [6; 7].*

<sup>10</sup> Štát umožňoval, aby banky poskytovali značné úvery veľkým štátnym či pološtátnym podnikom, v ktorých neboli záruky, že budú schopné splácať tieto úvery. Banky však očakávali pomoc štátu a tá neskôr aj prišla a daňových poplatníkov stála miliardy korún. Na druhej strane sa nedá paušálne hovoriť o tom, že tieto zdroje boli „rozkradnuté.“ Často išlo o prostriedky, ktoré sa použíli na financovanie miezd a tak umožňovali štátu udržiavať umelú prezamestnanosť.

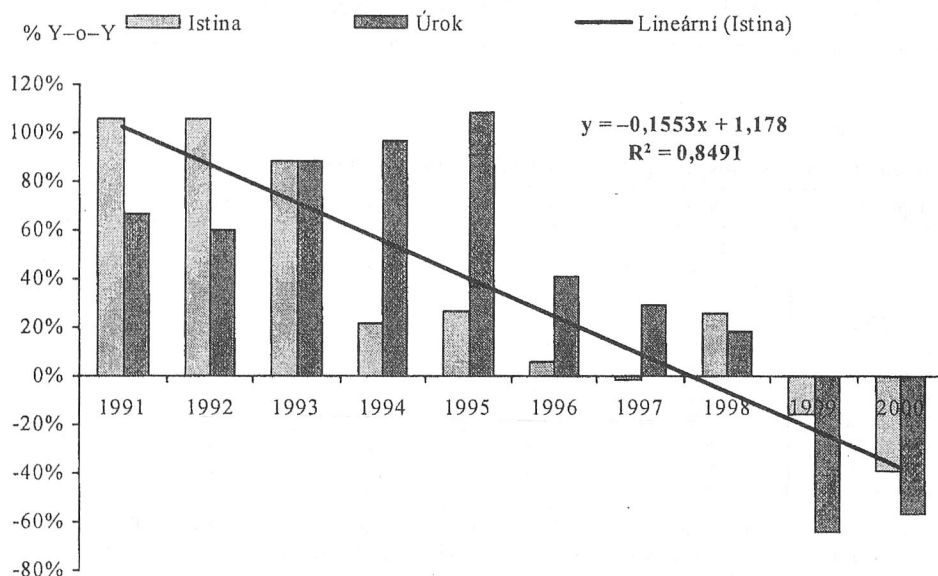
Vždy záviselo od konkrétnych nedostatkov v legislatíve, ktoré kategórie záujmových skupín mohli zneužívať svoju pozíciu a vlastnícke práva.

Pokiaľ ide o neetickú či protiprávnu realokáciu aktív, v zásade existovali tri cesty, ako sa dali prevádzať zdroje z investičných fondov/podnikov do podnikov vlastnených ľuďmi, ktorí boli nejakým spôsobom spojení s týmito subjektmi (tzv. tunelovanie). Rámček 1 bližšie popisuje tieto základné formy tunelovania.

Príkladom, že aj veľké banky mali problémy so zlými úvermi, je situácia Slovenskej sporiteľne v prvej polovici 90. rokov. Graf 1 dokumentuje stav nárastu zlých úverov a trend jeho znižovania. Privatizácia zahraničnými investormi a postupné prispôbovanie legislatívy priviedlo bankovníctvo v SR do lepšej pozície a tak vytváralo priestor na zlepšovanie prostredia pre nebankový sektor.

Graf 1

Vývoj zlých úverov Slovenskej sporiteľne v období transformácie (1991 – 2000)



Poznámka: Os Y (Y – O – Y) predstavuje medzироčnú zmenu v percentách.

Prameň: Vlastné prepočty autora s využitím [20].

### 3. Hodnotenie vplyvu zmien manažmentu na systém správy korporácie

Začiatok transformácie bol charakterizovaný istou štruktúrou vrcholového manažmentu, ktorý bol pomerne heterogénny v štruktúre vzdelania, profesnej odbornosti i manažérského talentu. Obdobie pred rokom 1990 vyžadovalo od manažérov disponovať inými charakteristikami prístupu k riadeniu vzhľadom na

nedostatkový typ ekonomiky než v období nasledujúcom. Reformné obdobie nastolilo problém získania manažérov so schopnosťami pôsobiť v trhovu orientovanej ekonomike. Táto ekonomická potreba a politický tlak na odchod „socialistických“ manažérov z vrcholových pozícií sa prejavili v personálnych zmenách manažmentu. Uvedený proces zmien mal za následok nielen (a) pozitívnu zmenu zlepšenia kvality manažmentu substitúciou starých kádrov,<sup>11</sup> ale aj (b) nárast obáv vtedajších, ešte nevymenených manažérov, že by mohli prísť o svoje pozície v podnikoch<sup>12</sup> a s tým spojené nimi uplatňované stratégie tzv. tunelovania aktív z podnikov<sup>13</sup> do nimi vytvorených firiem pôsobiacich v rovnakých alebo podobných odboroch podnikania.

Už na začiatku transformácie teda došlo k zásadným zmenám vo vedení akciových spoločností. Novo etablovaní vlastníci pomerne rýchlo pristúpili k organizačným, personálnym a ďalším zmenám v nimi kontrolovaných spoločnostiach. Tabuľka 2 ukazuje situáciu z tohto obdobia, keď v niektorých prípadoch prebiehal aj intenzívny boj medzi jednotlivými akcionármi, resp. akcionárskymi skupinami, často reprezentovanými investičnými spoločnosťami a fondmi.

Tabuľka 2

**Výmena vedenia akciových spoločností v rokoch 1990 – 1994 (v %)**

| Stupnica  | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| NIE       | 50.0 | 57.7 | 48.1 | 51.9 | 51.9 |
| 1 – 5 %   | 5.8  | 0.0  | 3.8  | 1.9  | 5.8  |
| 6 – 10 %  | 1.9  | 1.9  | 1.9  | 1.9  | 1.9  |
| 11 – 15 % | 0.0  | 3.8  | 5.8  | 7.7  | 5.8  |
| 16 – 20 % | 13.5 | 11.5 | 7.7  | 9.6  | 15.4 |
| 21 – 25 % | 5.8  | 1.9  | 3.8  | 7.7  | 1.9  |
| 26 – 30 % | 1.9  | 1.9  | 7.7  | 5.8  | 1.9  |
| 31 – 35 % | 1.9  | 3.8  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| 36 – 50 % | 5.8  | 5.8  | 11.5 | 3.8  | 5.8  |
| 51 – 75 % | 7.7  | 5.8  | 7.7  | 3.8  | 3.8  |
| Nad 75 %  | 5.8  | 5.8  | 1.9  | 5.8  | 5.8  |

*Poznámka:* Analýzu sme robili na vzorke 52 stredných a veľkých akciových spoločností. Prvý stĺpec udáva interval rozsahu výmeny. Percentá v riadkoch potom uvádzajú, koľko percent zmien sa urobilo v danom intervale v porovnaní zo zvyškom.

*Prameň:* [5].

<sup>11</sup> V už spomínaných prácach [13; 14]; Claessens a Djankov analyzovali vplyv výmeny manažmentu na zmeny vo finančnej a v operačnej výkonnosti. Došli k záveru, že menovanie nových manažérov je spojené so značnými zlepšeniami v ziskovej marži a produktivite práce.

<sup>12</sup> Vo svojej práci Okruhlica [26] analyzoval aj formy odmeňovania manažérov, okrem iného aj odmeňovanie vlastníctvom akcií. Využívajú ju v 23,1 % svojich podnikov len zahraniční investori, domáci vlastníci – fyzické osoby v 25,0 % podnikov a domáci vlastníci – právnické osoby v 15,8 % podnikov. Ostatní vlastníci vôbec nevyužívajú túto formu a zostávajú pri tradičných formách odmeňovania svojich manažérov. Zdá sa, že v tomto smere ide o rezervy systému stimulovania tak manažérov, ako aj zamestnancov. V súčasnosti sa v EÚ diskutuje aj o možnej regulácii podpory účasti zamestnancov na riadení a vlastníctve.

<sup>13</sup> Podrobnosti týkajúce sa obdobnej situácie v ČR pozri [36].

Existovalo niekoľko dôvodov, prečo noví vlastníci boli motivovaní zmeniť vedenie akciových spoločností, v ktorých získali podiely. Prvým dôvodom bola snaha získať do podnikov vlastných ľudí. Bol to predpoklad na získanie budúcej kontroly v podmienkach, keď v danom podniku často existovalo viac skupín s vysokými (ale nie kontrolnými) balíkmi akcií. Iným dôvodom bola skutočnosť, že v niektorých prípadoch vtedajší manažment nebol schopný alebo ochotný urobiť niektoré reštrukturalizačné opatrenia.<sup>14</sup> Tretím častým dôvodom bola reorientácia kľúčových aktivít podnikov do iných oblastí výroby. Tento prípad sa zaznamenal napríklad v podnikoch, v ktorých sa realizovala konverzia zbrojárskej výroby na civilnú.

#### **4. Analýza zmien v správe podniku v dôsledku prijímania legislatívy, regulácií a samoregulácií**

Každá zmena v inštitucionálnom rámci, teda vo formálnych a v neformálnych inštitúciách (bližšie pozri [9]), prináša aj zmeny v prístupoch ekonomických subjektov k štátu a k sebe navzájom. V rámci systémov správy korporácie sa uskutočňuje celý rad zmien, ktoré môžu byť charakterizované ako štruktúrna konvergencia a regulačná konvergencia.<sup>15</sup> Kým prvá vedie k zbližovaniu reálnych aspektov správy korporácie (napr. štruktúra vlastníctva), druhá vedie k približovaniu pravidiel a etických noriem. Obidve skupiny však súvisia s inštitucionálnymi prvkami. V prvom prípade nepriamo (ako dôsledok ich zmien) a v druhom prípade vystupujú ako súčasť tejto konverencie.

Schéma 1 ukazuje, aké problémy súvisia s reformami správy korporácie v tranzitívnych ekonomikách. Efektívnosť reforiem vyžaduje vhodné komplexne rozvinuté inštitucionálne prostredie. Pohľad na vyspelé trhové ekonomiky (DME A) ukazuje, že ich legislatíva, aj iné inštitúcie sú silne rozvinuté nielen v celej komplexnej škále (druhý a tretí stĺpec – COMPREH), ale že sú vysoko rozvinuté aj v jednotlivých segmentoch (štvrtý a piaty stĺpec – SEGMENT). To už neplatí pre menej rozvinuté trhové ekonomiky (DMEL A), ktoré majú síce inštitúcie pomerne rozvinuté, ale jednotlivé segmenty inštitúcií či celková úroveň legislatívy sú slabšie. V porovnaní s nimi majú tranzitívne ekonomiky (najmä v období pred zavádzaním komplexných reforiem) slabé nielen celkové legislatívne systémy a inštitucionálne prostredie, ale aj v rámci jednotlivých segmentov týchto oblastí existujú značné nedostatky (v prípade legislatívy) alebo inštitucionálne slabosti (v prípade inštitucionálneho rámca).

<sup>14</sup> Tento prípad bol bežný v menších mestách, kde podnik bol prakticky jediným zamestnávateľom, jeho manažéri tu bývali a bolo pre nich obťažné napríklad dávať hromadné výpovede.

<sup>15</sup> Podrobný prehľad legislatívy súvisiacej so správou korporácie možno nájsť v práci [28].

## Schéma 1

Porovnanie foriem regulovania správy korporácie v rozvinutých trhových ekonomikách (A) a rozvojových/tranzitívnych ekonomikách (B)

|        | Zákony/právny rámec | Iné inštitúcie | Zákony/právny rámec | Iné inštitúcie |
|--------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| DME A  | S                   | S              | S                   | S              |
| DMEL A | W                   | S              | S                   | S/W            |
| TE1 B  | S                   | W              | W                   | S/W            |
| TE0 B  | W                   | W              | W                   | W              |

▲▲▲▲

**COMPREH**

Legenda:

S – silná charakteristika

W – slabá charakteristika

S/W – silná alebo slabá

COMPREH – komplexná štruktúra

SEGMENT – štruktúrny prvok

**SEGMENT**

DME – rozvinuté trhové ekonomiky

DMEL – menej rozvinuté trhové ekonomiky

TE1 – tranzitívne ekonomiky

TE0 – ekonomiky pred transformáciou

Prameň: [6].

Rozvoj správy korporácie bol ovplyvnený slabými východiskovými inštitúciami, navyše deformovanými systémom centrálne plánovitého hospodárstva. To spomalilo evolučný proces formovania tejto významnej zložky inštitucionálneho prostredia. Pretože transakčné náklady a výnosy akýchkoľvek reformných zmien v tejto oblasti nie sú predikovateľné, a ako uvádza M. J. Roe [31], hrozí že vládne agentúry neuskutočnia koordináciu prechodu, v rámci ktorého by sa mali firmy aj inštitúcie pohybovať simultánne, to znamená, že voľba jedného inštitucionálneho usporiadania (napr. štruktúry štatutárneho orgánu) by sa mala uskutočniť v rámci celej ekonomiky. Práve tento príklad s modelom štatutárnych orgánov je dobrou ukážkou toho, že v SR sa koordinácia prechodu v prvom období transformácie neuskutočnila.<sup>16</sup>

Táto koncepcia naznačuje, že samotný fakt existencie zmien v inštitucionálnom rámci, relevantnom pre správu korporácie, ešte neznamená, že podniky v tranzitívnej ekonomike majú prostredie porovnateľné s prostredím vo vyspelej trhovej ekonomike. Absenciu komplexnej štruktúry regulácie a inštitúcií nemôže dostatočne kompenzovať náhodné a formálne zlepšovanie jednotlivých prvkov v tejto štruktúre. Prax navyše ukázala, že v niektorých prípadoch sa najskôr menia tie regulácie, ktoré nespôsobujú zhoršenie postavenia žiadnej silnej záujmovej skupiny či prinajmenšom najsilnejšej z nich, prípadne tieto skupiny zvýhodňujú.

Schéma 2 uvádza niektoré formy zmien s dopadom na charakteristiky správy korporácie. Je dôležité zdôrazniť, že takéto zmeny majú vplyv na postavenie rôznych záujmových skupín, a preto ich niektoré záujmové skupiny presadzujú.

<sup>16</sup> Vtedajšia existencia rozličných hybridov však nebola súčasťou premyslenej regulácie súvisiacej s prístupom konkurencie v modeloch, ale skôr absenciou dostatočnej regulácie jednotlivých prístupov, alebo absenciou voľby jedného modelu.



## Schéma 2

## Formy zmien s vplyvom na charakteristiky správy korporácie

## ZMENA:

- prostredníctvom zmeny regulácie
- prostredníctvom podpory nejakej kategórie (kategórií) subjektov
- prostredníctvom podpory rozmanitosti foriem
- prostredníctvom rozvíjania/zmeny inštitúcií
- prostredníctvom zmeny daňovej politiky

Prameň: [6], skrátené.

Proces budovania inštitúcií zahŕňa aj viacero zmien súvisiacich so zabezpečením transparentnosti podnikania a etiky v podnikaní. Nevyhnutnosť zosúladiť domácu legislatívu s požiadavkami vyplývajúcimi z *acquis communautaire* viedla k pomerne rýchlemu prijatiu niektorých významných zložiek regulácie v oblasti správy korporácie, ktoré sa premietli do novelizovaného Obchodného zákonníka, ktorý vstúpil do platnosti 1. 1. 2002.<sup>17</sup>

K najvýznamnejšej legislatíve v tomto smere patrí: Obchodný zákonník, Zákoník práce či zákon na ochranu hospodárskej súťaže. Čoraz väčšiu úlohu zohrávajú aj etické kódexy, ktoré nie sú právne záväzné, ale sú záväzné v profesionalnej komunite. Zákoník priniesol zmeny v korporačnom práve a jeho uplatňovanie malo zvýšiť transparentnosť vlastníckych a obchodných vzťahov a uľahčiť pôsobenie zahraničným investorom. Vzhľadom na význam správy korporácie v zmenených podmienkach si aj korporačné právo vyžiadalo úpravu legislatívy v tomto smere.<sup>18</sup>

Od januára 2002 platí v SR takisto nový zákon o cenných papieroch a investičných službách.<sup>19</sup> V priebehu reforiem došlo postupne k legislatívnym zmenám,

<sup>17</sup> Zásadný význam pre fungovanie podnikov má Obchodný zákonník, ktorého novela obsahuje transpozíciu niekoľkých smerníc EÚ zaoberajúcich sa právom obchodných spoločností. Novela Obchodného zákonníka č. 500/2001 Z. z. mala za cieľ implementovať 1., 2., 3., 6., 11. a 12. smernicu o práve obchodných spoločností.

Novela prináša úpravy súvisiace so správou korporácie, posilňuje postavenie minoritných akcionárov a zvyšuje zodpovednosť orgánov spoločností. Premietnutie smerníc EÚ do tohto dokumentu by malo posilniť aj transparentnosť vlastníckych vzťahov, a to najmä rozsahom a obsahom povinností obchodnej spoločnosti zverejňovať údaje.

<sup>18</sup> Novela Obchodného zákonníka priniesla mnoho zmien v úprave oblastí súvisiacich so správou korporácie, napríklad konanie v zhode (§ 66b). Úpravami sa malo dosiahnuť vyváženie moci medzi majoritnými a minoritnými akcionármi, pretože s tým, ako sa vlastnícka štruktúra koncentruje, mení sa aj kvantitatívny pomer medzi uvedenými dvomi skupinami vlastníkov. Od roka 1992 bol do slovenskej legislatívy zakotvený princíp ochrany minoritných akcionárov. Od roku 2002 sa legislatíva v tomto smere ešte ďalej posilnila. Trend posilňovania ochrany tejto skupiny akcionárov už bežne jestvuje v rozvinutých trhovách ekonomikách. Skúsenosti zo SR a z ČR však naznačili, že medzery v legislatíve môžu dať neprimerané práva práve minoritným alebo individuálnym akcionárom (pozri [7]).

<sup>19</sup> Olsson a Alasheyeva [27] analyzovali štyri krajiny: SR, Estónsko, Lotyšsko a Litva; len v prípade Lotyšska a Litvy bola transponovaná smernica o držaní veľkých akciových podielov, pričom



ktoré sa týkali množstva závažných otázok správy korporácie.<sup>20</sup> K tomu prispel aj finančný sektor, ktorý prestal úverovať problémových klientov a banky začali čistiť úverové portfóliá [16]. V oblasti regulácie finančného trhu sa nedosiahla efektívna kontrola nad niektorými nebankovými subjektmi, ktoré vykazovali isté črty „pyramídových hier.“ Pritom v zahraničí<sup>21</sup> existujú pomerne účinné postupy pri vyšetrovaní týchto nelegálnych hier. Dá sa predpokladať, že títo ľudia budú mať averziu k investovaniu do rizikovejších foriem investičných produktov.

## 5. Mimovládne iniciatívy podporujúce snahy o vyššiu transparentnosť na kapitálovom trhu a lepšiu správu podniku

Snaha zlepšiť systém správy korporácie v niektorých jej zložkách nevychádza len z iniciatívy štátu<sup>22</sup> či profesijných organizácií, ale významnú iniciačnú úlohu tu zohrávajú aj aktivity niektorých mimovládnych organizácií. To dokumentuje séria aktivít venovaných uvedenej problematike, ako aj účasť pri vytváraní kódexu správy korporácie a v súťaži o najlepšiu výročnú správu.<sup>23</sup> Ako ukazuje zahraničný vývoj, riziká zlyhania mechanizmov správy sú také značné, že štát a podniky musia mať záujem tieto aktivity ďalej rozvíjať a dopĺňať, aby ich efekt bol reálny, efektívny a dostatočný.

Včasná, presná a úplná informovanosť akcionárov o všetkých relevantných aspektoch fungovania podniku a korektné správanie manažmentu a štatutárnych orgánov ku všetkým akcionárom a k ďalším záujmovým skupinám sú nevyhnutné predpoklady dlhodobého vzťahu investorov k podniku. Začiatky transformačného

---

držanie blokov akcií sa vtedy vykazovalo, prípadne boli o tom dostupné údaje, len v prípade Litvy. Práve Litva, na rozdiel od zvyšných troch krajín, vykazovala nielen priame kapitálové podiely, ale aj hlasovacie podiely.

<sup>20</sup> Napríklad zmena v zákone č. 328/1991 Z. z. viedla po roku 1998 k nárastu počtu vyhlásených konkurzov.

<sup>21</sup> O podrobnostiach hovoril vo svojom vystúpení na seminári *Právo – základ fungujúceho podnikateľského prostredia* (september 2002) člen Federálnej obchodnej komisie D. P. Frankel.

<sup>22</sup> Napríklad od začiatku roka 2001 je obchodný register SR prístupný v režime *on-line*, a takisto došlo k zosúladeniu zákona o účtovníctve s legislatívou EÚ.

<sup>23</sup> Snaha zlepšiť podnikateľské prostredie, a tým aj správu korporácie, sa premietla do množstva prác sledujúcich vplyv týchto faktorov na výkonnosť podnikov, ako aj do praktických krokov iniciujúcich a stimulujúcich zlepšenie tohto prostredia. K iniciatívam patrilo prijatie *Kódexu správy korporácie*, súťaž o najlepšiu výročnú správu (obidve realizované mimovládnu organizáciou INEKO), analýza situácie v tejto oblasti v krajinách Vyšehradskej skupiny – V 4 (organizované Univerzitou Karlovou v Prahe) či hodnotením informovanosti v oblasti správy korporácie. Porovnanie ôsmich krajín strednej a východnej Európy [23] ukázalo, že najinformatívnejšie internetové stránky majú Maďarsko, Poľsko a SR, kde existencia internetových stránok a dostupnosť informácií v anglickom jazyku dosiahla 100 %. V iných krajinách, napríklad pobaltských štátoch, existencia stránok dosiahla podiel 80 – 90 %, všeobecné informácie v angličtine 60 – 80 % a menej ako 50 % spoločností poskytovalo dodatočné informácie o manažmente.

obdobia boli charakteristické nedostatkami v tejto oblasti, danými tak úmyslom, ako aj neznalosťou manažérov a členov štatutárnych orgánov. Nedodržiavanie niektorých zásad vtedy znamenalo celé podnikateľské prostredie a vzťah akcionárov k novovznikajúcemu kapitálovému trhu. Na druhej strane vysoká odmena spojená s nízkym rizikom porušovania zákona<sup>24</sup> viedla aj k rýchlej koncentrácii majetku.

Problémy sa niekedy týkajú skutočnosti, že transparentnosť sa prezentuje na známych a dobre fungujúcich podnikoch, kde je oveľa nižšie riziko investovania ako v problémových podnikoch.<sup>25</sup> Riziko korupcie však hrozí najmä v období privatizácie. Keďže hodnota prevádzaného majetku môže byť obrovská, môžu byť veľké aj zisky, ktoré sa dajú v procese privatizácie korupciou získať. Štátni úradníci s prístupom k informáciám môžu manipulovať privatizačný proces vo svoj prospech, a to inštitucionalizáciou korupcie tak, že privatizáciou odmeňujú svojich blízkych a politických spriaznencov.<sup>26</sup>

## **Záver – zhodnotenie očakávaného vývoja v oblasti aktivity iniciovanej na medzinárodnej a nadnárodnej úrovni**

Európska únia pripravuje v súčasnosti viacero opatrení, ktoré by mali smerovať k podpore a zlepšeniu fungovania mechanizmov správy korporácie. Hlavnou stratégiou dosahovania pozitívnych zmien je harmonizácia opatrení existujúcich v členských štátoch.

Aby táto harmonizácia bola priechodná, je potrebné nielen identifikovať relevantné oblasti pre zmeny, ale získať v členských štátoch aj politickú podporu na jej presadzovanie. Okrem snahy o konvergenciu štandardov na úrovni EÚ a ďalších vyspelých ekonomík jestvujú aj snahy o udržiavanie niektorých národných špecifických regulácií.

<sup>24</sup> Presnejšie je možno konštatovanie, že v množstve prípadov kľúčoví aktéri využívali nedostatky v existujúcich zákonoch a podporovali procesy odďaľujúce prijímanie nevyhnutných zmien, ktoré by nastolili podmienky podobné tým, ktoré existujú vo vyspelých trhovách ekonomikách.

<sup>25</sup> Iba malé percento podnikateľov uviedlo, že dali audítorm úplatky, hoci veľký rozdiel medzi skúsenosťou malých a veľkých spoločností naznačuje, že rozvoj malého podnikania môže relatívne viac brzdiť korupcia medzi audítormi (podľa informácií World Bank [20]).

<sup>26</sup> Celkove 44 % podnikateľov označilo Fond národného majetku SR (FNM SR) za inštitúciu, v ktorej je korupcia „veľmi rozšírená“, a ďalších 29 % uviedlo, že korupcia v ňom existuje, ale nevedia určiť jej rozsah [20]. Tieto čísla sa opierajú skôr o vnímanie podnikateľov v prieskume než o ich osobné skúsenosti z priameho styku s touto organizáciou. Aby sa získal presnejší obraz o rozšírenosti korupcie vo FNM SR, bola vzorka obmedzená na podmnožinu privatizovaných podnikov. Odpovede za tento podsúbor sa až tak veľmi nelíšili od ostatnej populácie [20]. V tejto vzorke 41 % privatizovaných podnikov uviedlo, že korupcia vo FNM SR je veľmi rozšírená a ďalších 33 % povedalo, že existuje, ale nevedia posúdiť jej rozsah. Menej ako 2 % privatizovaných podnikov uviedli, že korupcia vo FNM SR neexistuje [20].

Pretože správa korporácie je oblasťou regulovanou aj smernicami EÚ,<sup>27</sup> je prijímanie zodpovedajúcich štandardov záväzné. Jednotlivé krajiny si však v minulosti vytvorili špecifickú kombináciu nástrojov na harmonizáciu záujmov manažérov a vlastníkov. Krajiny s lepším systémom správy tak disponujú efektívnejšou ekonomickou štruktúrou a podniky v nich majú nižšie náklady na získanie kapitálu. Prispôsobenie legislatívy je zároveň predpokladom znižovania nákladov pre podnikovú sféru. Náklady spojené s vytvorením štandardného prostredia na fungovanie kapitálového trhu však v prístupovom procese splyývajú s nákladmi na aplikáciu európskych štandardov. K existujúcim reguláciám EÚ pristupujú aj ďalšie zmeny,<sup>28</sup> ktoré ovplyvnia aj našu legislatívu. V nasledujúcom období čaká v EÚ na diskusiu a prijatie množstvo iniciatív týkajúcich sa správy korporácie. Časť opatrení sa realizuje v období 2003 – 2005, ďalšie zmeny by mali nasledovať v období 2006 – 2008. V rámci prvej skupiny ide napríklad o opatrenia vzťahujúce sa na dôslednejšie vykazovanie informácií pre skupinové štruktúry a vzťahy v rámci finančných a nefinančných korporácií. Druhá skupina zahŕňa napríklad opatrenia týkajúce sa vykazovania informácií o investíciách a politike hlasovania, ktoré by mali robiť inštitucionálni investori, zavedenie možnosti zvoliť si medzi dvoma typmi štruktúry štatutárnych orgánov, posilniť zodpovednosť členov štatutárnych orgánov.<sup>29</sup> Predpokladá sa aj sprísnenie pravidiel pre pyramídy spoločností, ktoré budú chcieť emitovať akcie na burze.

Základné smernice EÚ boli implementované do národnej legislatívy, no vývoj regulácie v tejto oblasti je dynamický a jej formovanie v budúcnosti môže meniť relatívny význam jednotlivých ekonomických subjektov. V mnohých prípadoch novoprijaté opatrenia prinesú ďalšie zjednodušenie procesov investovania a fungovania kapitálového trhu či vyššiu disciplínu. Nie je však vylúčené, že niektoré zmeny môžu znamenať pre domáce subjekty nárast nákladov na prispôsobenie (napr. dodržiavaním minimálnych limitov), alebo zintenzívnenie konkurencie ďalšou liberalizáciou.

Dá sa predpokladať, že ako člen Únie sa SR aktívne zapojí do všetkých aktivít súvisiacich so zlepšovaním legislatívy pre správu korporácie tak vo finančnom,

<sup>27</sup> Únia prijala viacero smerníc súvisiacich so správou korporácie, ktoré majú vytvárať podmienky na zlepšenie činností verejne obchodovaných firiem. Problémom sú rozdielne názory na to, akým smerom by sa mala uberať regulácia správy korporácie v krajinách EÚ. Existencia rozličných modelov s celým radom technických aj systémových rozdielov situáciu ďalej komplikuje, pretože regulácia vždy zlepšuje len niektoré zložky a iné oslabuje. Ide tak o voľbu preferencií, pričom tradície sú niekedy silným motívom na udržanie niektorých tradičných regulačných princípov. Príkladom je snaha Nemecka udržať princíp participácie zamestnancov na rozhodovaní v rámci regulácie EÚ, aj keď tento princíp napríklad v legislatíve Veľkej Británie chýba.

<sup>28</sup> Iniciatívy vychádzajú z organizácií (OECD), ako aj nadštátnych štruktúr (EÚ).

<sup>29</sup> Prvé dve opatrenia by mali mať podobu smernice EÚ, tretia bude mať podobu novej smernice alebo smernice novelizujúcej súčasnú legislatívu.

ako aj v nefinančnom sektore. Malo by sa tak nadviazať na koordinované a sústredené úsilie o zlepšenie celého systému správy korporácie, ktoré sa začalo už v súvislosti s prípravami na vstup do EÚ. Uvedená agenda naznačuje, že existuje stále množstvo otvorených otázok, na ktorých by sa členovia mali dohodnúť.

## Literatúra

- [1] BECHT, M. – MAYER, C.: *Corporate Control in Europe*. Oxford: Oxford University Press 2000.
- [2] BRACKLO, M.: Buy-Outs and Buy-Ins as Privatisation Mechanisms in Central and Eastern Europe. In: *Trends and Policies in Privatisations*. Paris: OECD, 1994, zv. 1, č. 3, s. 93 – 104.
- [3] BRZICA, D.: *Corporate Governance as an Evolutionary Process – Comparison of Developed and Transition Economies*. [Seminar Bulletin – Corporate Governance.] Bratislava: Institute for Economic and Social Reforms. (nedatované) <[http://www.ineko.sk/english/bulletin\\_sprava\\_arp0\\_brzica.htm](http://www.ineko.sk/english/bulletin_sprava_arp0_brzica.htm)>.
- [4] BRZICA, D.: American Vs. German Model of Corporate Control in the Slovak Republic. In: P. Kárász – J. Plichtová – V. Krivý (eds.): *Economics and Politics*. Bratislava: SCECF 1995, s. 287 – 295.
- [5] BRZICA, D.: Empirická analýza vybraných problémov správy korporácie v Slovenskej republike. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 44, 1996, č. 5, s. 359 – 370.
- [6] BRZICA, D.: *Evolutionary Nature of Corporate Governance Models and Institutional Dynamics: A Transitional Economy's Perspective*. [Unpublished paper presented at an international seminar.] Stockholm: Stockholm School of Economics 2000.
- [7] BRZICA, D. (2001): *Evolution of Governance Structures: Changing Institutions and Stakeholders' Actions in the Czech republic*. [Paper presented at the fifth workshop of Baltic-Nordic Network for Research on Banking and Finance.] Tallinn 2. – 4. mája 2001.
- [8] BRZICA, D.: Inštitucionálne prostredie v období pred vstupom Slovenskej republiky do Európskej únie. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 50, 2002, č. 4, s. 605 – 619.
- [9] BRZICA, D.: Analýza koncentrácie vlastníctva vo veľkých verejne obchodovaných spoločnostiach: Pripad ČR. In: *Finance a účetnictví ve vědě, výuce a praxi*. [Sborník mezinárodní konference.] Zlín: Ústav financí a účetnictví, Fakulta managementu a ekonomiky, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně 2003.
- [10] BRZICA, D. – OLSSON, M.: *Corporate Governance in Transitional Economies: the Case of the Czech Republic*. [Paper presented at the ACE workshop on Corporate Governance and the Accession Countries.] Portoroz, Slovenia jún 2001.
- [11] CLAESSENS, S.: *Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics*. *The Journal of Finance*, 52, 1997, č. 4, s. 1641 – 1658.
- [12] CLAESSENS, S. – DJANKOV, S. – POHL, G.: *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic*. [World Bank Policy research paper, No. 1737.] Washington: World Bank 1997.
- [13] CLAESSENS, S. – DJANKOV, S.: *Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic*. *European Economic Review*, 43, 1999, s. 1115 – 1124.
- [14] CLAESSENS, S. – DJANKOV, S.: *Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic*. *Journal of Comparative Economics*, 27, 1999, s. 498 – 513.
- [15] HARPER, J. T.: *The Performance of Privatized Firms in the Czech Republic*. [Working paper.] Boca Raton: Florida Atlantic University 2000.
- [16] HRÚZ, J. – SOBINKOVIČ, B.: Kľúč ku konkurzu majú v rukách veriteľa. *Trend*, 29. mája 2003, s. 20.
- [17] JURÍČKOVÁ, V. a kol.: *Podniková sféra SR v procese adaptácie na podmienky EÚ (2. etapa)*. [Výskumné práce, č. 5. Edičný rad A.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 1998.

- [18] JURÍČKOVÁ, V. a kol.: Podniková sféra SR v procese adaptácie na podmienky EÚ. Súhrnná správa. 1. vyd. [Výskumné práce, č. 19.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 2001.
- [19] JURÍČKOVÁ, V. a kol.: Reštrukturalizácia podnikovej sféry Slovenskej republiky a jej adaptácia na podmienky Európskej únie. [Výskumné práce, č. 26.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 2002.
- [20] Korupcia na Slovensku: Výsledky diagnostických prieskumov. Agentúra Spojených štátov pre medzinárodný rozvoj (USAID) a Svetová banka (World Bank). 28. 2. 2004 SlovRep34.doc.
- [21] KOTIAN, J.: Banking sector. Bratislava: Fakulta managementu UK 2002.
- [22] LIZAL, L. – SINGER, M. – ŠVEJNAR, J.: Enterprise Break-ups and Performance During the Transition from Plan to Market. *Review of Economics and Statistics*, 83, 2001, s. 92 – 99.
- [23] MAZULLO, G.: Comparative Analysis of Corporate Governance and Shareholders' Rights in EU and CEE Countries. [PFS Program Survey. February 2002.] Sarajevo 28. mája 2002.
- [24] MEGGINSON, W. L. – NETTER, J. M.: From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39, 2001, s. 321 – 389.
- [25] MEJSTŘÍK, M. The Restructuring after Privatization in the Czech Republic. *Prague Economic Papers*, 1999, č. 8, s. 233 – 260.
- [26] OKRUHLICA, F.: Správa podniku v Slovenskej republike 2001. [Nepublikovaná štúdia.] Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu 2001.
- [27] OLSSON, M. – ALASHEYEVA, J.: Market Transparency and Ownership Concentration in Slovakia and Baltics: A Critical Note. [Unpublished draft paper.] Stockholm 2000.
- [28] OLSSON, M. – BRZICA, D. – FIDRMUCOVA, J. – HROMKOVA, L.: A Survey on Corporate Governance and Disclosure Rules in the Czech Republic and Slovakia. [Mimeo.] Brussels: European Corporate Governance Network 2001.
- [29] OUTRATA, R. a kol.: Konkurenčná schopnosť slovenskej ekonomiky a jej štruktúrno-adaptačné súvislosti. Zhrnutie hlavných výsledkov riešenia projektu. 1. vyd. [Výskumné práce č. 17.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 2000.
- [30] OUTRATA, R. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti vstupu Slovenskej republiky do Európskej únie. Prínosy a riziká. Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 2002.
- [31] ROE, M. J.: Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. Princeton: Princeton University Press 1994.
- [32] RYCHETNÍK, L.: Management and Labour Relations in Medium-sized Privatized Czech Firms. [University of Reading discussion papers.] Reading: University of Reading Graduate School of European and International Studies (nedátované).
- [33] SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W.: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 1997, č. 2, s. 737 – 783.
- [34] ŠIKULA, M. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti integrácie Slovenska do Európskej únie. [Monografia.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 2003.
- [35] ŠVEJNAR, J. – WINTER, M.: Using Vouchers to Privatize an Economy: The Czech and Slovak Case. *Economics of Transition* 1994, č. 2, s. 43 – 64.
- [36] ŠVEJNAR, J.: The Czech Republic and Economic Transition in Eastern Europe. San Diego/London/Toronto: Harcourt Brace/Academic Press 1995.
- [37] VAN WIJNBERGEN, S.: Bank Restructuring and Enterprise reform. [EBRD Working paper, No. 29.] London: EBRD 1998.
- [38] WEISS, A. – NIKITIN, G.: Effects of Ownership by Investment Funds on the Performance of Czech Firms. [Working paper.] Boston: Boston University 1998.