

Vysoká škola ekonomická v Praze

# **Diplomová práce**

2017

Petra Malá

Vysoká škola ekonomická v Praze  
Fakulta podnikohospodářská  
Studijní obor: Podniková ekonomika a management



Název diplomové práce:

# **Meta-analýza na téma vlivu nezávislých členů správních orgánů**

Autor diplomové práce: Petra Malá

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Aleš Kubíček, Ph.D.

## P r o h l á š e n í

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma  
*„Meta-analýza na téma vlivu nezávislých členů správních orgánů“*  
vypracovala samostatně s využitím literatury a informací,  
na něž odkazuji.

13. prosince 2017

Podpis

## P o d ě k o v á n í

Chtěla bych především poděkovat své rodině, která mě podporovala během celé doby mých studií a díky které jsem dokončila tuto diplomovou práci.

Velké díky patří i celému učitelskému kolektivu, obzvláště vedoucímu této práce – panu doktorovi Aleši Kubíčkoví, jehož pozitivní přístup a nadšení pro problematiku správy společnosti mi bylo velkou oporou.

**Název diplomové práce:**

Meta-analýza na téma vlivu nezávislých členů správních orgánů

**Abstrakt:**

Cílem této práce je zanalyzování a vyhodnocení dilematu nezávislých ředitelů ve správních orgánech a jejich vliv na finanční výkonnost podniků pomocí meta-analytických technik. Pro porozumění problematiky je prvně provedena systematická rešerše literatury na téma správy společnosti a nezávislých ředitelů. Následně byla provedena meta-analýza na vzorku 38 studií. Finanční výkonnost byla měřena ukazateli účetními a tržními. Výsledkem byl statistický nevýznamný vztah, kvůli vysoké p-value. Následné analýzy citlivosti a publikačního zkreslení poukázaly na stabilitu velikosti účinku. V diskuzi jsou pak diskutovány jednotlivé omezení výzkumu.

**Klíčová slova:**

Správa společnosti, správní orgán, nezávislý ředitel, finanční výkonnost

**Title of the Master's Thesis:**

Meta-Analysis: The effect of independent board members

**Abstract:**

The goal of this paper is analysis and assesment on the presence of independent directors in boards of directors and their effect on financial performance of a company by meta-analysis. First there is an systematic literature research about basic principles of corporate governance and independent directors. Afterwards, the meta-analysis is done on 38 studies. Financial performance was measured by accounting and market indicators. The result was statisticaly insignificant with Pearson correlation coefficient  $r = 0.018$  and high p-value. Following sensitivity analysis and publication bias analysis showed that our effect size was stable. Finally, I discuissed posible limitations of the research.

**Key words:**

Corporate governance, board of directors, independent director, financial performance

# Obsah

Úvod.....	5
1 Teoretický úvod.....	6
1.1 Vývoj správy společnosti.....	6
1.1.1 Skandál jménem ENRON .....	7
1.2 Správa společnosti .....	9
1.3 Teorie správy společností.....	9
1.3.1 Teorie zastupitelnosti.....	9
1.3.2 Teorie správcovství.....	10
1.3.3 Teorie závislosti na zdrojích.....	10
1.3.4 Teorie zainteresovaných stran .....	10
1.1 Vlastníci společnosti .....	11
1.2 Kontrolní mechanismy správy společnosti.....	12
1.3 Správní orgány a jejich role .....	12
1.4 Modely správních orgánů .....	12
1.4.1 Dvouúrovňový model .....	13
1.4.2 Jednouúrovňový model.....	13
1.5 Složení správních orgánů.....	14
1.6 Nezávislí ředitelé a přehled literatury .....	16
1.6.1 Nezávislí ředitelé .....	16
1.7 Nezávislí ředitelé v různých koutech světa a regulace správy společnosti.....	18
1.7.1 Geografické rozdíly a nezávislí ředitelé .....	18
1.7.2 Regulace a nezávislí ředitelé .....	20
1.8 Teoretické přínosy a nevýhody nezávislých ředitelů .....	24
1.8.1 Pozitivní efekty přítomnosti nezávislých ředitelů .....	24
1.8.2 Negativní efekty přítomnosti nezávislých ředitelů .....	24
1.9 Empirické nálezy .....	25
1.9.1 Nezávislí ředitelé a jejich sociální vazby .....	25
1.9.2 Kolik nezávislých ředitelů stačí? .....	26
1.9.3 Profesionální ředitelé .....	28
1.9.4 „Ideální“ (nezávislý) ředitel.....	29
1.9.5 Další vlivy na finanční výkonnost podniku s přítomností nezávislých ředitelů	

1.9.6	Nezávislí ředitelé v rodinných firmách .....	33
1.9.7	Shrnutí.....	34
2	Metodika.....	36
2.1	Definice problému.....	36
2.2	Strategie systematické rešerše .....	36
2.3	Selekce studií.....	36
2.4	Definice proměnných.....	37
2.4.1	Měření finanční výkonnosti podniku.....	37
2.4.2	Přítomnost nezávislých ředitelů.....	38
2.4.3	Moderující proměnné.....	38
2.5	Stanovení hypotéz .....	39
	<i>H1–B: Vyšší zastoupení nezávislých ředitelů ve správním orgánu pozitivněji ovlivňuje finanční výkonnost podniků u rozvíjejících se zemí než u zemí rozvinutých.</i>	
	39	
2.6	Postup analýzy .....	40
2.6.1	Meta-analýza .....	40
2.6.2	Publikační zkreslení .....	41
2.6.3	Analýza citlivosti .....	41
2.6.4	Analýza moderujících proměnných .....	41
3	Výsledky.....	42
3.1	Popisná statistika vzorku studií.....	42
3.2	Výsledky meta-analýzy.....	46
3.3	Analýza publikačního zkreslení .....	47
3.4	Analýza citlivosti .....	48
3.5	Analýza moderujících proměnných .....	50
3.6	Vyhodnocení hypotéz.....	50
4	Diskuze .....	51
4.1	Omezení výzkumu a doporučení pro budoucí výzkum .....	52
	Závěr .....	54
	Seznam obrázků.....	55
	Seznam tabulek.....	56
	Použité zdroje .....	57



# Úvod

Správa společností neboli corporate governance je problémem starým již sice už několik století, ale v tom posledním dosáhla velkého boomu. Jejím základem je teorie zastupitelnosti, která předpokládá oddělení vlastnictví od řízení společnosti, kdy každá strana jedná ve svůj prospěch, a proto je potřeba, aby vlastníci vynaložili nějaké náklady na správní orgán, který na management dohlídne, protože ten, jak předpokládá teorie, má odlišné zájmy od managementu. Naopak u akcionářů může docházet k rozptýlenému vlastnictví, a tím je pro ně těžší kontrolovat činnost managementu. Správní orgány slouží nejen ke kontrole činnosti managementu, ale zároveň i také jako tvůrce strategie společnosti.

Samotná podoba správního orgánu vyvolává velké diskuze. Mnoho akademiků a praktiků se zabývá tím, kolik má mít optimální správní orgán členů, jestli je prospěšné, když je CEO (generální ředitel) zároveň i předsedou správního orgánu, kolik je potřeba výborů, jestli je ideálním ředitelem muž nebo žena, jestli záleží na věku a zkušenostech a především, co společnosti přinese nezávislý ředitel.

Nezávislým ředitelem se rozumí neexekutivní člen správního orgánu, který nemá vůči společnosti žádné materiální vazby. Některé definice ještě nezávislým ředitelům zakazují, aby byli se společností jakkoli spřízněni, včetně sociálních vazeb. Zároveň se ale mnoho studií rozchází v tom, jestli je jejich přítomnost pro společnost prospěšná. Jejich primární funkcí by mělo být zvýšení ochrany zájmů vlastníků, a navíc také tvorba strategie, ale vzhledem k tomu, že jejich přítomnost s sebou přináší i nemalé náklady, je potřeba se zamyslet, jestli jejich přítomnost přináší i lepší finanční výkonnost podniku. Mezi výsledky jednotlivých výzkumů panují neshody, proto jsem se rozhodla pro meta-analýzu této problematiky.

Cílem mé práce na základě shrnutí teoretických poznatků o vlivu nezávislých ředitelů je meta-analýza vlivu nezávislých ředitelů na finanční výkonnost společnosti.

V teoretické části provedu shrnutí teoretických poznatků. Prvně se budu věnovat samotné teorii správy společností, která je důležitá pro pochopení jednotlivých souvislostí. Stručně shrnu historii správy společností pomocí největších skandálů, kde institut nezávislého ředitele prokazatelně nefungoval, následně se budu věnovat teorii správy společnosti z pohledu principal-agent vztahu, vydefinuji požadavky na správní orgán a v poslední části se podívám na jednotlivé regulace, které ovlivňují správu společnosti. Druhá polovina teoretické části bude věnovaná rešerši na téma nezávislých ředitelů. Podíváme se na jednotlivé definice, jejich klady a zápory, co přináší sociální vazby, kdo to jsou profesionální ředitelé a jak by měl ideální nezávislý ředitel vypadat.

V praktické části bude provedena samotná meta-analýza. Prvně shrnu použité metody meta-analýzy. Následně jsem výsledky zanalyzovala pomocí programu Comprehensive Meta-Analysis. Výsledky jsou prezentovány v následující kapitole.

V poslední části této diplomové práce bude provedena diskuze nad výsledky a následně shrnu limitace výzkumu a doporučení pro budoucí výzkum.

# 1 Teoretický úvod

Corporate Governance neboli správa společností se zabývá vztahy mezi zainteresovanými stranami společností. Konkrétně vztahy mezi vlastníky, managementem, správními orgány a ostatními stakeholdery společnosti. Správa společností zároveň poskytuje i strukturu řízení, pomocí které jsou stanoveny cíle společnosti, prostředky k dosažení těchto cílů a jejich kontrola.

I přes několik skandálů spojených se špatnou správou společností došlo k boomu zkoumání této problematiky až po druhé světové válce, konkrétně v 70. letech 20. století. Právě ve 20. století došlo k obrovskému ekonomickému růstu a tím i k rapidnímu růstu společností. Správa společností i tak ale nebyla prioritou. Pound (1995) toto období nazývá „managed corporations“ (manažerské společnosti), kdy management společnosti rozhodoval o společnosti, správní orgán tyto manažery pouze monitoroval a popř. je propustil a akcionáři mohli pouze odvolat a zvolit nový správní orgán.

Pojem „Corporate Governance“ se objevil až v roce 1976, kdy se americká Komise pro cenné papíry a burzu (U.S. Securities and Exchange Commission) začala této problematice věnovat a tím započala i regulaci správy společností a postupně se přidávaly i další instituce a začaly dávat do popředí zájmy vlastníků a ostatních stakeholderů (Cheffins, 2011). Největší pozornost však na sebe upoutaly kauzy konce 20. století jako skandály společností Enron a WorldCom, které měly za následek vytvoření dalších přísnějších regulací.

## 1.1 Vývoj správy společností

Samotná historie správy společností sahá minimálně do 16. století, kdy byla v Holandsku založena první Východoindická společnost. Východoindická společnost je zároveň považována za první formální akciovou společnost. Smyslem společnosti bylo to, že kupci dali svůj kapitál dohromady a společně vyslali obchodní loď do Indie. Zámořské výpravy byly velmi riskantní, ale také výnosné a díky diverzifikaci rizika byly pro kupce i více výhodné, než kdyby každý poslal svou loď sám, na což samozřejmě často neměli ani dostatečné množství kapitálu. Tento princip se stával postupně více a více oblíbeným a došlo k založení dalších Východoindických společností – ve Velké Británii, Dánsku, Francii, Portugalsku a Švédsku (Morck, 2007). Celý vývoj teorie správy společností doprovázelo několik skandálů, které následovaly různé regulace a úpravy.

Za historicky první skandál by se dala považovat tulipánová horečka, ke které došlo v Holandsku na začátku 17. století. Tulipány byly dovezeny do Evropy z Turecka. Evropa do té doby tulipány neznala a žádné podobné rostliny se tu nevyskytovaly, takže si tulipány získaly na velké oblibě. V Nizozemí se tulipány dokonce velice rychle staly luxusním zbožím a docházelo k různým modifikacím květu a podobně. Jelikož cibuli tulipánu trvá cca 7 let, než vykvete, začaly se na ně uzavírat futures kontrakty a lidé upisovaly i své domy pro získání tulipánu, o který měli zájem. Vrcholu dosáhla horečka na přelomu let 1636-1637, kdy některé cibule byly prodány i 10x za den. Cena tulipánů vysoce vzrostla nad poptávku a tím ceny tulipánových cibulí začaly velmi prudce klesat.

Mnoho tulipánových obchodníků se dostalo do problémů a zbankrotovalo (FocusEconomics, 2016).

O necelé století později následoval skandál ve Velké Británii nazývaný také jako Jihomořská bublina. Po válce s Francií na začátku 18 století dosáhla Velká Británie velkého státního dluhu. Jelikož byl v té době výběr daní neefektivní a trval dlouhou dobu, vznikla tzv. South Sea Company (Jihomořská společnost). Ta převzala státní dluh a navíc získala od vlády privilegium monopolu na obchod se španělskými koloniemi v Americe. Toto privilegium jim po podepsání Utrechtské dohody dovolilo dovážet otroky do Jižní Ameriky. Během následujících vzrostl dluh Velké Británie a s Jihomořskou společností vytvořila stabilní plán refinancování dluhu.

Vysoký výnos začal lákat další obchodníky a začaly vznikat další podvodné společnosti, které slibovaly investorům velké výnosy. Začaly dokonce vznikat společnosti s humorným popisem činnosti, jako je např. vylepšení výroby mýdla, pojištění koní, ale nejzajímavější je asi Společnost k provozování velmi užitečné podnikatelské činnosti, kterou ještě nikdo nezná. Tento velký boom společností vedl britský parlament v roce 1720 k vydání tzv. Bubble Act, což bylo rozhodnutí vlády, že se všechny nově založené společnosti musí registrovat do obchodního rejstříku a tím měla vláda získat kontrolu nad nastalou situací. Bohužel ale ceny akcií Jihomořské společnosti mezitím vzrostly na 1000 liber za akcii, čímž opět došlo k převýšení poptávky a tím praskla další bublina, která způsobila Velké Británii ekonomickou krizi (Colombo, 2012; Watzlaff, 1971).

### **1.1.1 Skandál jménem ENRON**

Pád společnosti Enron je považován za největší účetní skandál nejen v historii USA ale v historii celého finančního světa. Enron byl založen v roce 1985 jako dodavatel a obchodník s energiemi a jeho CEO Kenneth Lay. Jelikož byl v té době americký trh s energiemi velmi deregulovaný, nabízela se Enronu skvělá příležitost zbohatnutí. V roce 1987 nastoupil do společnosti Jeffrey Skilling. Ten přišel s velmi inovativními návrhy, až se dostal do vedení společnosti a spolu s CFO Andrew Fastowem jsou spojováni jako hlavní účastníci účetních podvodů.

Problémy začaly s finanční recesí v roce 2000. V té době zavedl Enron tzv. mark-to-market účetnictví, což je účetnictví oceňování podle tržní hodnoty.. Další technikou zakrývání dluhu bylo vytváření tzv. Special purpose vehicles (zvláštní účelové jednotky). To jsou speciálně vytvořené společnosti, které jsou založené za nějakým speciálním účelem – např. investicí, kdy jde často o ošetření finančních rizik. Na tyto společnosti začal Enron převádět své aktiva i dluhy na zakrytí svých dluhů. Dalším hráčem byla auditorská firma Arthur Andersen. Ta schvalovala finanční výkazy Enronu i přesto, že v nich byly jisté podvody. Říká se, že tímto si Lay se Skillingem postavili dům z karet. Ten se sesypal v roce 2001, kdy se o Enron začaly zajímat novináři a SEC (Securities and Exchange Commission), akcie Enronu začaly prudce klesat a v listopadu musel vyhlásit bankrot.

Bankrot Enronu měl dopad snad na všechny stakeholdery. Zaměstnanci společnosti byli ze dne na den bez práce a bez našetřených peněz v penzijním fondu společnosti. Firma Arthur Andersen po tomto skandálu také skončila. . Pozdější vyšetřování prokázalo, že

podvodů si bylo vědomo dost stran – uplacení nezávislý ředitelé a ostatní členové správního orgánu, banky i politici. Jedná se tedy nejen o selhání správy společnosti, ale také i o politické selhání. Jako důsledek Enronu byl v roce 2002 vydán Sarbanes-Oxley Act (SOX), který ovlivnil všechny společnosti na americkém kapitálovém trhu. Skandál také zvýšil pozornost akcionářů na správu společnosti, a především funkci nezávislých ředitelů, kteří se stali žádanější a také jim byly zvýšené pravomoci - např. vedení výboru pro audit (Gibney, 2005; „Investopedia", 2017).

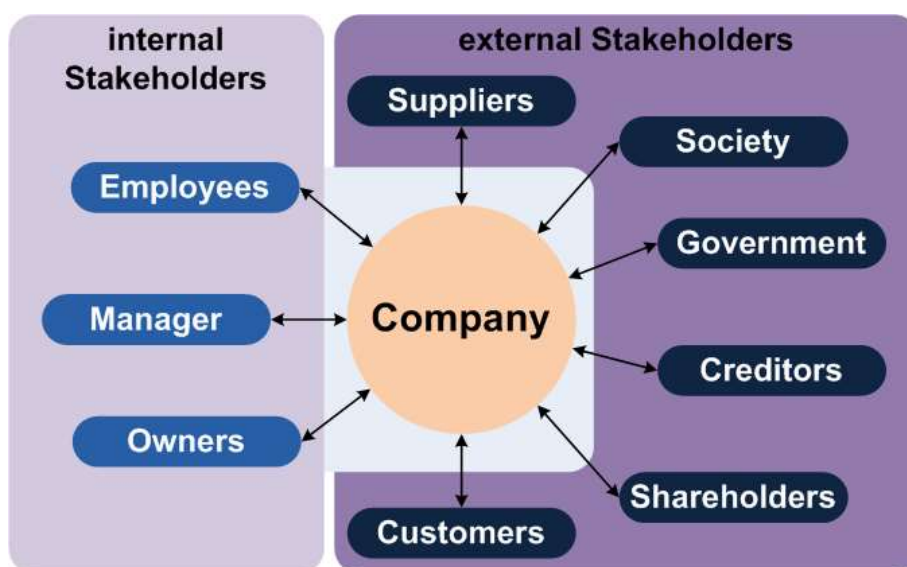
## 1.2 Správa společnosti

Cílem správy společnosti je vytváření prostředí důvěry, transparentnosti a odpovědnosti, které jsou nezbytné pro podporu dlouhodobých investic, finanční stability a podnikové integrity, a tím podporují silnější růst a inkluzivnější společnosti (OECD, 2015).

V současnosti můžeme rozdělit stakeholdery (zainteresované strany) společností do 2 větších skupin:

- Interní stakeholderi – do této skupiny řadíme vlastníky, management a zaměstnance
- Externí stakeholderi – zde patří všechny ostatní skupiny – např. věřitelé, dodavatelé, okolní společnost, vláda, akcionáři a zákazníci.

Obrázek 1 - Stakeholderi společnosti



Zdroj: Boundless (2016)

## 1.3 Teorie správy společností

Existuje několik teorií, které definují, jaký by měl být vztah mezi vlastníkem a manažerem. Mezi čtyři nejvýznamnější patří teorie zastupitelnosti (agency theory), teorie správcovství (stewardship theory), teorie závislosti na zdrojích (resource dependence theory) a teorie zainteresovaných stran (stakeholder theory).

### 1.3.1 Teorie zastupitelnosti

Tato teorie se zabývá vztahem mezi vlastníkem (principal) a managementem (agent), kdy vlastník společnosti deleguje svou práci na management, kdy každá strana má jiné zájmy. Zároveň je zde předpoklad klasické ekonomie, a to existence racionálního manažera/vlastníka, kdy je jejich cílem maximalizace užitku. Teorie zastupitelnosti se snaží popsat vztahy mezi vlastníky a managementem a zároveň se snaží o vytvoření optimální smlouvy pro agenta. V této teorii narážíme na 2 problémy:

#### **1.3.1.1 Problém zastupitelnosti typu I (Principal – Agent problem)**

Tento problém popisuje konflikt zájmů mezi vlastníkem a managementem. Zatímco vlastníkovvi jde často jen o vysoký výnos investice, manager může mít úplně opačné zájmy, jako je např. dlouhodobá udržitelnost, vysoký plat nebo také může jít o psychologické faktory – dobrý pocit z růstu společnosti. S tímto problémem se pojí tzv. náklady zastupitelnosti (agency costs), což jsou náklady vlastníků na management, pomocí kterých bude management hájit i zájmy vlastníků (Eisenhardt, 1989).

#### **1.3.1.2 Problém zastupitelnosti typu II (Principal – Principal problem)**

Konflikt zájmů však nemusí být nutně jen mezi vlastníky a managementem, ale také mezi jednotlivými vlastníky. Tento konflikt vzniká, když vlastník s kontrolním podílem může kdykoli přehlasovat minoritní akcionáře. Nebezpečí tohoto problému tkví v tom, že majoritní akcionář může vytunelovat společnost na úkor toho minoritního. Obranou proti tomuto konfliktu může být např. akcionářský aktivismus, při kterém minoritní akcionáři aktivně prosazují své zájmy, ovlivňují ostatní stakeholdery a tím vytváří tlak na majoritní akcionáře (Byun & Kim, 2013).

### **1.3.2 Teorie správcovství**

Druhou teorií správy společností je teorie správcovství. Tato teorie předpokládá, že manažeři nejsou tolik motivováni osobními cíli, ale spíše jsou správci, jejichž cíle se shodují s cíli vlastníků. Kořeny této teorie jsou v psychologii a sociologii a na rozdíl od teorie zastupitelnosti nepředpokládá racionálně uvažujícího manažera maximalizujícího svůj užitek. Vyskytují se zde pojmy jako motivace, identifikace, moc, firemní kultura a teorie managementu. Manažer je v této teorii týmový hráč a snaží se plnit zájmy vlastníků skrze finanční výkonnost, což pro vlastníka znamená vyšší dividendu a cenu akcie (Davis et al., 1997).

### **1.3.3 Teorie závislosti na zdrojích**

Teorie závislosti na zdrojích staví na tom, že každá organizace potřebuje nějaké zdroje. V tomto případě slouží správní orgán jako zdroj pro management a pomáhá jim dosahovat jejich cílů. Správní orgán by měl být pro manažery nehmotnou podporou, kdy zkušenější členové mohou monitorovat a pomáhat exekutivním zaměstnancům společnosti. Předpokladem je, že nejvíce důležitých rozhodnutí musí být odsouhlaseno správním orgánem (Hillman et al., 2009).

### **1.3.4 Teorie zainteresovaných stran**

Teorie zainteresovaných stran předpokládá, že akcionáři nejsou jedinou skupinou, která má zájem na chodu společnosti. Proto by manažeři měli věnovat pozornost všem zainteresovaným stranám a dbát o to, aby každá skupina měla z chodu společnosti nějaký prospěch. Zde se setkáváme i s pojmem společenské odpovědnosti (CSR). Úlohou správního orgánu v této teorii je dozor nad činností managementu, aby dbal na zájmy všech zainteresovaných stran (Donaldson & Preston, 1995).

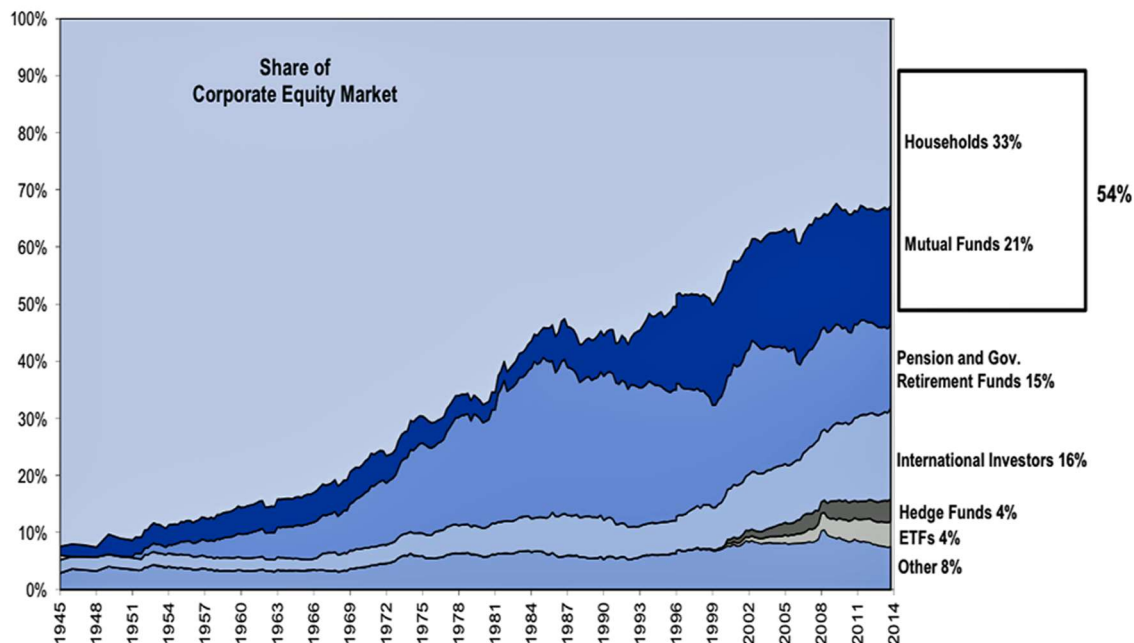
## 1.1 Vlastníci společnosti

Pro porozumění vztahu principal – agent je důležité mít i představu o tom, kdo je ten principal (vlastník, akcionář, investor). Základní dělení těchto vlastníků je na individuální a institucionální investory. Pod individuálními investory si můžeme představit jedince, kteří obchodují na finančních trzích. Institucionálním investorem se rozumí různé fondy, banky, penzijní společnosti, které shromažďují peníze jednotlivých menších investorů za cílem zvýšit velikost investice a tím zvýšení výnosů, a naopak snížení rizika a poplatků („Investopedia", 2017).

Obrázek 2 ukazuje vývoj rozložení jednotlivých investorů v USA v letech 1945–2014. Jak jde vidět, tak trend institucionálních investorů narůstá i přesto, že často mají menší právní ochranu (Ro, 2015). Dále se můžeme zabývat tím, jestli je vlastník minoritní nebo majoritní.

**Obrázek 2 - Vývoj složení investorů 1945–2014**

**Exhibit 2: Ownership of the domestic equity market since 1945**  
holdings through 3Q 2014



Source: Federal Reserve Board and Goldman Sachs Global Investment Research.

Zdroj: Ro (2015)

Literatura rozlišuje jednotlivé země na dva vlastnické systémy – rozptýlené vlastnictví a koncentrované vlastnictví. Pro rozptýlené vlastnictví je typické, že finanční trhy jsou velmi silné, mají jasně stanovená pravidla a jsou transparentní a akcie jsou často nakupovány jako krátkodobé aktivum. U koncentrovaných trhů jsou zase typičtí majoritní akcionáři (blockholders), kteří mají ze své pozice jisté výhody. Finanční trhy v těchto zemích jsou často nerozvinuté a akcie jsou spíše dlouhodobým aktivem, kdy se jednotliví akcionáři angažují na vývoji společnosti (Coffee Jr, 2005).

## **1.2 Kontrolní mechanismy správy společnosti**

Kontrolní mechanismy dohlízející na správnou činnost manažerů ve společnosti můžeme rozdělit na dvě kategorie – externí a interní. Mezi ty externí se řadí účetní zákony, zákony o výkaznictví, finanční analýzy, externí audity, skupina investorů a akcionářů. Mezi ty interní se pak řadí správní orgán, výbory správního orgánu, odměňovací strategie manažerů, vlastníků a dalších (Millet-Reyes & Zhao, 2010).

Jak ale zaručit, že se budou správní orgán a manažeři chovat tak, jak to vyžadují vlastníci? Agrawal & Knoeber (1996) se této otázce věnovali a přišli se sedmi návrhy, jak zajistit správný chod správy společností. První tři se spoléhají na kontrolu z vnějšku. Je to využití dluhu, kdy kontrolní funkci přebírá částečně kapitálový trh, trh práce pro manažery je může motivovat k tomu, aby se snažili být co nejlepší a trh pro kontrolu společností – zde je předpoklad, že čím slabší je společnost, tím nižší je cena akcie a tím je snazší převzít společnost. Další čtyři mechanismy už spoléhají na vnitřní zdroje a věnují se otázce „who monitors the monitors?“. Prvním z nich je více koncentrované vlastnictví akcií mezi zaměstnanci, dále koncentrace akcií majoritního akcionáře - tj. aby bylo více akcionářů a nebyl jen jeden hlavní. Třetím mechanismem je vlastnictví akcií institucemi, které mohou nabídnout další kontrolní mechanismy a v poslední řadě je to trh s řediteli, který může motivovat nezávislé ředitele k většímu aktivismu.

## **1.3 Správní orgány a jejich role**

Správní orgány jsou často definovány jako zástupný orgán vlastníků společnosti, který má za úkol monitorovat management a tím pomáhat vyřešit problémy zastupitelnosti (Burkart et al., 2017). Mezi klíčové role správních orgánů patří tvorba strategie společnosti, dohled nad CEO společnosti, monitoring, dohled nad dodržováním pravidel, risk management, networking, komunikace se stakeholdery, a především činit důležitá rozhodnutí (Kiel et al, 2012). Jak již vyplývá z jejich role, mají správní orgány velký vliv na management a tím i finanční výkonnost společnosti, proto je jim věnována velká pozornost. Důvodem existence těchto orgánů je snaha o vyřešení problémů zastupitelnosti, což s sebou nese i dodatečné nemalé náklady zastupitelnosti. Tyto náklady vzrostou, pokud členové správního orgánu např. nesdílí hodnoty vlastníků anebo svou práci berou velmi laxně (Burkart et al., 2017), Adams et al. (2010) se ve své práci zamýšleli, jestli je správních orgánů vůbec potřeba, protože pokud má každá větší společnost povinnost tento orgán zřídit, tak je těžké vyvodit, jestli tento orgán má vůbec nějaký vliv na výkonnost podniku.

## **1.4 Modely správních orgánů**

Ve světě existují dva modely řízení společnosti. Jsou to dvouúrovňový (dualistický) model, který je běžný pro země se zvykovým právem a jednoúrovňový (monistický) model, který se naopak vyskytuje spíše v zemích s platným zákoníkem. Můžeme se také setkat s jejich modifikacemi anebo jsou v některých zemích povoleny oba modely a je jen na podnikatelích, kterému dají přednost.



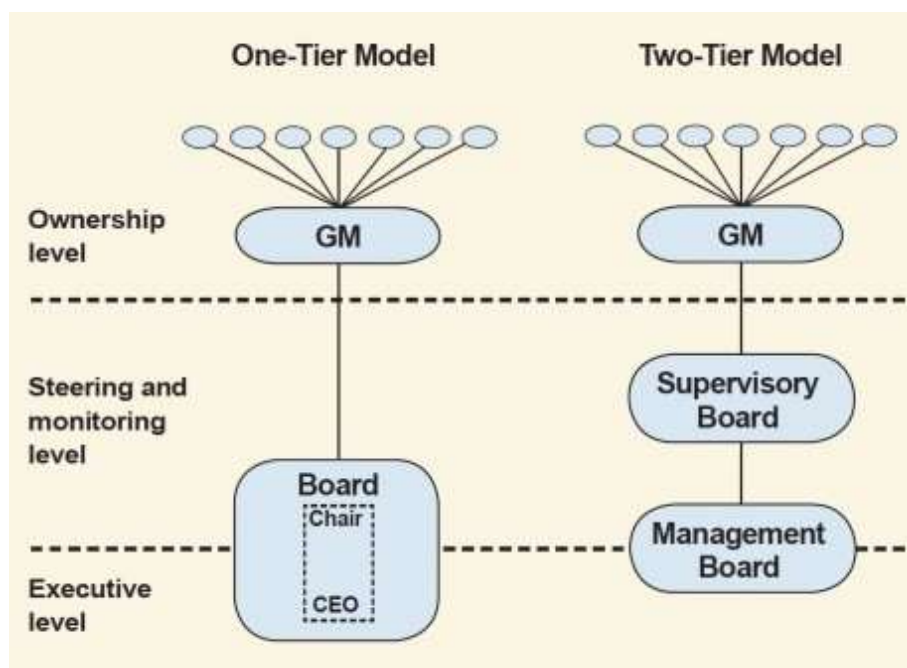
### 1.4.1 Dvouúrovňový model

Tento model je často nazýván jako německý model. Dvouúrovňový orgán je tvořen dvěma správními orgány – statuární orgán (v ČR nazývaným představenstvo, USA management/Executive Board) a dozorčí orgán (dozorčí rada, Supervisory Board). Představenstvo tvoří administrativní roli správního orgánu, kdy je často tvořen top managementem, který je s firmou v každodenním kontaktu. Jak bylo definováno, dozorčí rada pak pouze hlídá, zdali představenstvo sleduje cíle společnosti a může představenstvo kdykoliv odvolat. Tento model se vyskytuje spíše v evropských zemích, jako je Německo, Holandsko a Rakousko, ale také i v Japonsku (Darmadi, 2014). Mezi hlavní výhody dvouúrovňového systému patří efektivnější monitoring díky oddělení dozorčího a statuárního orgánu. Tím se i zvyšuje nezávislost dozorčího orgánu, protože ten je často tvořen právě nezávislými členy (Block & Gerstner, 2016).

### 1.4.2 Jednourovňový model

Jednourovňový model bývá také někdy nazýván jako americký nebo anglosaský model a jak už napovídá sám název, tento model má svou oblibu v zemích jako je USA anebo Velká Británie. V tomto modelu je správní orgán tvořen pouze jednou radou (v ČR nazývaná správní rada, v USA Board of Directors). Tento orgán je pravidelně volen valnou hromadou a skládá se z exekutivních i neexekutivních členů (Cadbury, 1992). V jednourovňovém modelu má správní orgán 2 role – monitorovat a poskytovat poradenství. Mezi hlavní přednosti jednourovňového modelu patří lepší informovanost členů daného správního orgánu, na to se pojí i rychlejší a efektivnější rozhodování a zároveň jsou všichni členové lépe rozumí podnikání a jsou do něj více zapojeni. Navíc se tyto správní orgány podle výzkumů častěji schází (Block & Gerstner, 2016). Nevýhody jsou zase výhodou dvouúrovňového systému.

**Obrázek 3 Modely správních orgánů**



*Zdroj: ICFJ - International Center for Journalists (2017)*

## 1.5 Složení správních orgánů

S pojmem ředitel = člen správního orgánu se setkáváme pouze v jednoúrovňovém modelu. U dvouúrovňového modelu je často představenstvo tvořeno jen managementem a dozorčí rada nezávislými členy. Problematika nezávislých ředitelů se tedy týká především jednoúrovňového modelu, a proto bude pro zjednodušení používán název nezávislý ředitel jako člen jakéhokoli správního orgánu.

Správní orgány bývají většinou složeny z exekutivních a neexekutivních ředitelů. Za exekutivní ředitele (Executive Director – ED) považujeme ty, kteří ve společnosti obsazují manažerské pozice a denně se podílí na vedení společnosti. Příkladem mohou být výkonné pozice jako CEO, CFO a jiné. Neexekutivní ředitelé (Non-Executive Director – NED) jsou na druhou stranu ti, kteří se nezapojují do řízení společnosti. Tito ředitelé mohou, ale nemusí být zaměstnanci společnosti. To vede k dalšímu rozdělení ředitelů na vnitřní (Inside Director) a vnější (Outside Director). Vnitřním ředitelem je ten, kdo je zaměstnancem anebo stakeholderem společnosti – např. může jít o již zmíněné exekutivní ředitele, ale také o odboráře anebo i investory. V opačném případě se jedná o vnější ředitele, kteří nejsou ani zaměstnanci, ani stakeholdery společnosti. Některé definice definují vnější ředitele jako ty, kteří pouze nejsou zaměstnanci („Investopedia", 2017).

Dalším pohledem na složení správních orgánů není jen to, jaký mají vztah jednotliví členové rady ke společnosti, ale také z pohledu jejich funkce. Nejvýznamnější funkcí je předseda, někdy také nazývaný prezident, který má na starosti vedení správního orgánu. Zde se často diskutuje o dualitě rolí CEO a předsedy rady v jednoúrovňovém modelu. V této oblasti se názory odborníků dělí do dvou táborů. První je pro zachování nezávislosti, a tudíž by role CEO a předsedy rady měly být odděleny. Důvodem může být i nebezpečí oportunistického chování ze strany předsedy rady, upřednostňování uspokojování svých vlastních potřeb před potřebami vlastníků – např. reputace, dosažení skvělých výsledků apod. Na druhou stranu je podporovaná dualita, jelikož CEO má přehled o tom, co se ve společnosti děje a může pohotově reagovat na vzniklé situace (Duru et al., 2016).

Kromě předsedy si může rada zvolit i další role jako např. místopředseda, což je často předpokládáný následovník, pokladník (treasury) a tajemník.

Správní orgán (rada ředitelů nebo dozorčí rada) si může zvolit i několik výborů. Mezi nejčastější patří výbor pro audit a odměňování, které jsou dokonce v některých případech i povinné (viz SOX). Hlavním úkolem výboru pro audit je dohled nad procesem finančního vykazování za spolupráce s managementem společnosti a externích auditorů. Tento výbor má pomoci v odhalování případných podvodů, proto je důležitá jeho nezávislost (P.-C. Lee, 2015). Výbor pro odměňování zase stanovuje odměňovací plány společnosti pro top management, členy správních orgánů a v neposlední řadě akcionáře. Je tedy nezbytné, aby v tomto výboru byli členové, kteří rozumí finančním ukazatelům společnosti a jsou schopni je vyhodnotit, aby adekvátně stanovili odměny. NYSE např. vyžaduje, aby tato komise byla složena pouze z nezávislých ředitelů. NASDAQ naopak

přikazuje minimálně 2 nezávislé členy (Segal et al., 2014). Dalšími příklady může být např. výbor pro marketing, výzkum, poradentství, finance apod. (McNamara, 2017).

Corporate governance je postavená na třech zásadách: transparentnost, odpovědnost a poctivost. Mnoho regulací v této oblasti je zaměřeno právě na roli nezávislých ředitelů, kteří by měli být silným nástrojem pro správu společnosti a zároveň přinést objektivitu a nezávislý úsudek při důležitém rozhodování. Tím by se mělo předejít různým podvodům a zároveň by jejich přítomnost mohla zvýšit výkonnost společnosti. Existují tedy dva hlavní důvody pro nezávislé ředitele – jejich objektivita a znalosti, ale také i psychologický vliv na rozhodování managementu a důvěru investorů (Kishore, 2017).

Management může mít na nezávislé ředitele dva pohledy. Pozitivní pohled na tyto ředitele je právě jejich objektivní pohled při rozhodování, způsobený nulovými materiálními vazbami ke společnosti. Správní orgán ale zároveň může ve velké míře ovlivnit rozhodování managementu, což může vést k nevůli managementu vůči nezávislým ředitelům. Proto je pro efektivní fungování správního orgánu důležitý i pečlivý výběr jednotlivých ředitelů, aby byla zachována kolegiální atmosféra a bylo možné dojít ke společnému konsenzu (Firstenberg & Malkiel, 1980).

## 1.6 Nezávislí ředitelé a přehled literatury

Správní orgán dohlíží na management společnosti a zároveň plní i poradenskou funkci – stanovuje její strategii a podílí se na důležitých rozhodnutích. Dá se tedy snadno vyvodit, že správní orgán ovlivňuje i finanční výkonnost dané společnosti. Zatímco se všichni členové správního orgánu podílí na poradenské funkci, dozorčí funkce by měla zůstat výhradně na nezávislých ředitelích. Tato myšlenka, tedy vylepšení nezávislosti správních orgánů, byla hlavním tématem reforem správy společností na začátku 21. století, které vznikaly jako reakce na skandály velkých korporací (C. Wang et al., 2015).

Jaký vliv mají ale nezávislí ředitelé ve správních orgánech na finanční výkonnost podniku? Rhoades et al. (2000) ve své meta-analýze zkoumali vliv vnějších ředitelů na finanční výkonnost podniků v minulém století. Výsledkem jejich studie bylo, že tito ředitelé mají sice pozitivní vliv na finanční výkonnost společnosti, i když ne nějak výrazný ( $r = 0.040$ ). Od té doby nebyla provedena nová meta-analýza a novější studie často dochází k různým výsledkům. M. Adams & Jiang (2016) zjistili na vzorku britských společností, že přítomnost nezávislých ředitelů ve správních orgánech má vliv na finanční výsledky společnosti ( $r = 0.310$ ,  $p = 0.01$ ). Gantenbein & Volonté (2011) zase naopak zjistili, že u švýcarských společností nezávislí ředitelé sice nemají vliv na finanční výkonnost podniku, na druhou stranu jim více věří investoři, a tudíž roste tržní hodnota společnosti. V neposlední řadě jsou tu i studie ukazující negativní vliv nezávislých ředitelů na finanční výkonnost společnosti na vzorku z USA ( $r = -0.200$ ) (Pathan & Faff, 2013a).

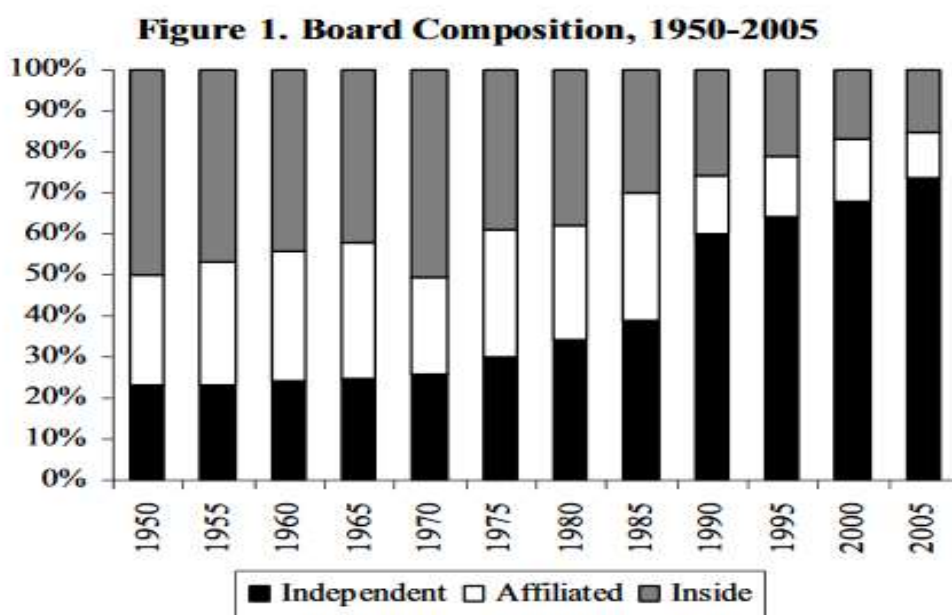
### 1.6.1 Nezávislí ředitelé

Existuje několik pohledů na definici nezávislého ředitele. Definice dle OECD (2013) patří mezi ty stručnější a definuje nezávislého ředitele jako jednotlivce, který není přímo zástupcem nějaké skupiny stakeholderů. Podobnou definici využívá i NYSE (The New York Stock Exchange, 2017), podle které je nezávislý ředitel ten, který nemá žádné materiální vazby ke společnosti ani jejím pobočkám, on a žádný jeho příbuzný není zaměstnancem/auditorem/významným stakeholderem společnosti a zároveň by měla být jejich nezávislost prověřena i vůči dalším zainteresovaným stranám. Langevoort (2006) definuje nezávislého ředitele na základě 3 dimenzí – první z nich je nezainteresovaný outsider čili tento ředitel nemá žádné finanční vazby na společnost. Další podmínkou je objektivní dohled nad korporátním rozhodováním. Poslední součástí nezávislého ředitele je jeho profesionalita a znalost oboru. Ještě více do detailů zachází Bosch & Cassidy (1994), kteří za nezávislého ředitele považují neexekutivního člena správního orgánu, který není zásadním vlastníkem společnosti, nebyl v posledních letech touto společností zaměstnán na exekutivní pozici, není profesionálním konzultantem společnosti, není významným zákazníkem ani dodavatelem společnosti a také nemá žádný významný smluvní vztah se společností, kromě jeho pozice ve správní radě.

Jsou autoři, kteří se přiklánějí spíše k variantě, že nezávislý ředitel = vnější ředitel (Koerniadi & Tourani-Rad, 2012; Liao et al., 2011). Největší rozdíl mezi nezávislým a vnějším ředitelem vnímám v tom, že vnější jsou ti, kteří nejsou zaměstnanci, ale mohou mít majetkové vazby na danou společnost. Jde však o subjektivní pocit, v literatuře často tyto názvy bývají zaměňovány a není striktně popsán rozdíl mezi těmito pojmy.

Počet nezávislých ředitelů ve správním orgánu vzrostl mezi léty 1950–2005 v amerických společnostech z 20 % na 75 %. Tento vývoj zachycuje . Ze začátku se rozlišovalo pouze mezi vnitřními a vnějšími řediteli. Název „nezávislý ředitel“ vstoupil do slovníčku správy společností až v 70. letech. V 70. letech došlo k reformě správy společností a zároveň vzrostl zájem o monitorovací funkci správního orgánu. To mělo za důsledek nárůst počtu nezávislých ředitelů ve správních orgánech. Jejich hlavním úkolem bylo monitorovat právní oblast firem a případné nesrovnalosti hlásit vlastníkům společnosti. Brudney (1982) se věnoval „módě“ nezávislých ředitelů. V jeho článku se snaží zjistit, jestli je jejich přítomnost božské město anebo Potěmkinova vesnice. Jeho závěrem bylo, že i když mohou nezávislí ředitelé dobře posloužit jako kontrola činnosti managementu, nesmí se jejich přítomnost nadhodnocovat, protože ne všechno mohou ovlivnit a neměly by jim být dávány role jako starost o společenskou odpovědnost anebo manažerskou efektivitu. Další vlna vznikla v 90. letech minulého století, kdy došlo k rozmachu institucionálních investorů. Jelikož Jsou tito institucionální investoři často tvořeni z několika dalších investorů, kteří např. v případě fondů ani sami neví, kam byli jejich peníze investovány, vznikl tlak správců těchto fondů na nezávislost správního orgánu, aby společnost jednala v zájmu těchto investorů. Poslední skok je možné odpozorovat v po roce 2000, který byl způsoben skandály a pády společností Enron, WordCom a dalších. Tento pád nejenže způsobil potřebu navýšit počet nezávislých ředitelů, ale také navýšil jejich pravomoci a role (Gordon, 2006).

**Obrázek 4 - Vývoj složení správního orgánu**



Zdroj: Gordon (2006)

## **1.7 Nezavislí ředitelé v různých koutech světa a regulace správy společnosti**

### **1.7.1 Geografické rozdíly a nezávislí ředitelé**

Geografické rozdílnosti a vnímání správy společností hraje velkou roli v účinnosti nezávislých ředitelů. Ve vyspělých zemích jsou často nastaveny zákony a jiné mechanismy tak, aby činnost správního orgánu byla transparentní a nedocházelo k zneužití informační asymetrie ze strany managementu.

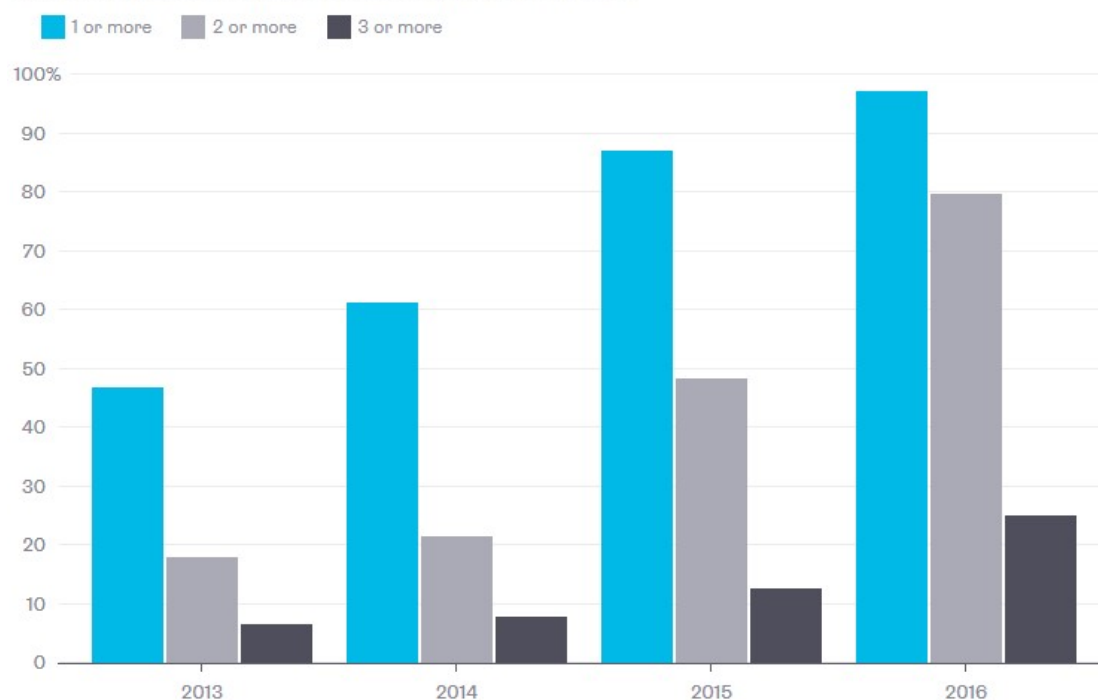
#### **1.7.1.1 Rozvinuté země**

Zemí s nejvyspělejším kapitálovým trhem je USA v Evropě pak Velká Británie. Vývoj správy společnosti v USA ovlivnily ve velkém skandály firem Enron a WorldCom. Reakcí byla právě regulace SOX. Ve Velké Británii to byla zase kauza Roberta Maxwella a reakcí byla doporučení Cadbury Report (Aguilera et al., 2006). Pro rozvinuté země je často silnější institucionální základna pro správu společností. Ať už jde o kodexy jednotlivých burz, tak i regulace jednotlivých vlád. Viz předchozí kapitola, tak kodexy jednotlivých burz vyžadují přítomnost nezávislých ředitelů, zejména ve výborech pro audit a některé i majoritní podíl nezávislých ředitelů vůči celku. U zemí s roztroušeným vlastnictvím jako je USA, je často i požadavek ze strany investorů na přítomnost většího počtu nezávislých ředitelů (Gugler et al., 2003).

Specialitou rozvinutých zemí je Japonsko. V minulosti bylo pro japonskou správu společnosti typické, že vlastníkem byla často jedna velká rodina tzv. zaibacu. I když po druhé světové válce vznikla iniciativa tyto monopolní koncerny zrušit, nedošlo k tomu v plné míře a velké společnosti byly často i nadále ovládané jednou rodinou. Další typickou vlastností japonských společností je, že bývají financovány velkými bankami, které pak zasedají ve správních orgánech. Japonsko však bylo zasaženo několika korporátními skandály společností, mezi poslední patří Olympus (2011), Toshiba (2015) a letos i Kobe Steel (2017) (Smith, 2017).

**Obrázek 5 - Nezávislí ředitelé v Japonsku**

Share of Japanese companies with independent directors



*Zdroj: Smith (2017)*

Tyto akce vedly k vytvoření zákoníku správy společností tzv. Japanese Corporate Governance Code, jehož dodržování je prozatím jen na dobrovolné bázi. Na druhou stranu Tokijská burza (TSE) některá tato pravidla vyžaduje povinně. Nejdiskutovanější změnou je přijímání nezávislých ředitelů, kteří ještě před pár lety nepřicházeli v úvahu. Vývoj ukazuje. Jak je vidět, ještě v roce 2013 neměla více jak polovina společností ani jednoho nezávislého ředitele. Zároveň je vidět, jak tento trend roste a loni už mělo alespoň jednoho nezávislého ředitele téměř 100 % společností (Hiura & Ishikawa, 2016).

#### **1.7.1.2 Rozvíjející se země**

Pro podniky z rozvíjejících zemí (rozvíjejících se trhů) je typická je typické koncentrované vlastnictví. Často se u těchto zemí vyskytuje vysoká míra korupce. V oblast správy společnosti je často věnovaná pozornost jen základním principům, jako je např. férový postoj k akcionářům a pravidelné schůze akcionářů (Bocharova, 2014).

Mnoho zemí (např. Čína a Rusko) poslední dobou prochází tzv. institucionální změnou (institutional transition), což znamená, že přijímají nová pravidla správy společnosti pro její efektivní fungování (Peng, 2003, 2004). Institucionální změnou prošly např. země, které změnilly povahu své ekonomiky z centrálně plánované na tržní – viz rozpad Sovětského svazu anebo Čína.

Impulesem pro vylepšení správy společností v rozvíjejících zemích je často vstup zahraničního investora. Pro tohoto investora je často vstup na tyto trhy velmi rizikový, na druhou stranu slibuje vyšší výnosy. Oman (2001) definoval několik překážek, které brání

zkvalitnění správy společností v rozvíjejících zemích. Mezi hlavní překážky patří tzv. distribuční kartely a klientelismus, který může vést k neefektivnímu využívání zdrojů.

Nezávislí ředitelé jsou tedy v těchto zemích důležitým prvkem pro efektivnější fungování společností a pro ochranu zájmů i těch menších vlastníků.

### **1.7.2 Regulace a nezávislí ředitelé**

Všechny události, které nestaly ve světě správy společnosti měly vliv na formování pravidel a doporučení pro správu společnosti. Mezi největší hráče v oblasti regulace správy společnosti patří SOX, OECD, kodexy jednotlivých burz a evropská a česká legislativa (Kúdelková, 2006).

#### **1.7.2.1 OECD**

Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) je mezivládní organizace čítající 35 členských států. Misí OECD je tvorba politik, které mají za cíl vylepšení ekonomického a sociálního blahobytu v rámci celého světa (OECD, 2017). V oblasti Corporate Governance vydává OECD pravidelně vydává Principy správy společnosti. Ty byly poprvé vydány 1999 a prošly několika úpravami závislých na změnách potřeb společnosti. Tyto principy jsou z důvodu kulturních odlišností velmi obecné, proto vychází tzv. Bílé knihy, kde jsou jednotlivé doporučení nastavení pravidel správy společnosti aplikované na jednotlivé kulturní oblasti (Kúdelková, 2006).

V oblasti problematiky nezávislých ředitelů tyto principy vyzdvihují doporučení, aby správní orgán zvážil přítomnost nezávislých ředitelů, kteří by mohli odstranit případné problémy se konflikty zájmů jednotlivých členů správního orgánu. Tyto principy jsou však pouze doporučením a nejsou pro jednotlivé členy povinné.

Principy jsou rozděleny do šesti bodů. První tři se zabývají spíše etickou a morální stránkou správního orgánu. Vyžadují, aby jednotliví členové přistupovali ke své práci zodpovědně a dbali zájmů všech spřízněných stran.

Ve čtvrtém bodě jsou definovány jednotlivé klíčové funkce správního orgánu. Jsou to:

- Přezkoumání a vedení podnikové strategie, hlavních akčních plánů, politiky a postupů řízení rizik, ročních rozpočtů a obchodních plánů, stanovení cílů výkonu, sledování implementace a výkonnosti firem a dohled nad velkými investičními výdaji, akvizicemi a prodeji.
- Monitorovat efektivitu správy společnosti a provádět potřebné změny.
- Výběr, odměňování a monitorování a v případě potřeby nahrazení klíčových výkonných pracovníků a dohled nad plánováním nástupnictví.
- Sladění odměňování výkonných pracovníků a členů správního orgánu s dlouhodobými zájmy společnosti a jejich akcionářů.
- Zajištění formálního a transparentního volebního procesu a jmenování členů správního orgánů.
- Monitorování a řízení možných střetů zájmů vedení, členů správního orgánu a akcionářů, včetně zneužívání majetku společnosti a zneužívání transakcí se spřízněnými stranami.



- Zajištění integrity systémů účetnictví a finančního výkaznictví společnosti, včetně nezávislého auditu, a zavedení vhodných systémů kontroly, zejména systémů řízení rizik, finanční a provozní kontroly a dodržování právních předpisů a příslušných norem.
- Dohled nad procesem zveřejňování informací a komunikace.

Pátý bod už se věnuje přímo nezávislým ředitelům:

*„Správní orgán by měl zvážit přidělení dostatečného počtu nezávislých ředitelů, kteří by byli schopni samostatně posoudit úkoly, v nichž existuje potenciál pro střet zájmů. Příkladem takových klíčových povinností je zajištění integrity finančního a nefinančního výkaznictví, přezkum transakcí se spřízněnými stranami, jmenování členů správní rady a klíčových vedoucích pracovníků a odměňování členů správní rady.“* (OECD, 2015)

Posledním bodem je požadavek, aby všichni členové měli přístup ke všem potřebným informacím, pomocí kterých se mohou rozhodovat podle nejlepšího vědomí a svědomí.

Jelikož jsou principy OECD založené na best practice, měly by z nich vycházet společnosti při definování jejich správy společnosti. OECD vyžaduje, aby nezávislí ředitelé měli na starosti všechny funkce, které mohou vyvolat střet zájmů u ostatních členů. Z definovaných funkcí správního orgánu jde o většinu z nich. OECD vnímá přítomnost nezávislého ředitele jako prodlouženou ruku nejen vlastníků, ale také i dalších zainteresovaných stran, které by mohl případný střet zájmů ohrozit.

#### **1.7.2.2 Sarbanes-Oxley Act**

Sarbanes-Oxley Act, někdy zkracován na SOX, je zákon, který vznikl jako reakce na pád společností Enron a WorldCom. Tento zákon byl vydán americkým kongresem v roce 2002 a jeho autory jsou Paul Sarbanes a Michael Oxley. Zákon SOX sice vznikl v USA, ale kromě amerických akciových společností platí i pro zahraniční společnosti obchodující na amerických kapitálových trzích. Cílem zákona SOX je snížení rizika a příčin finančních problémů, podvodů a jiné hospodářské kriminality ve společnostech a také zvýšení důvěry investorů a reportovaných finančních výsledků (SOX Help, 2003).

SOX je rozdělen celkem do 11 hlav. První zakládá tzv. Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) – PCAOB, což je nezisková komise, která má za úkol dohled nad auditorskými společnostmi. Následná druhá hlava pak vyžaduje nezávislost auditorů a poradenských služeb.

Další hlavy se věnují povinnostem ředitelů ve správních orgánech. Mezi ty patří převzetí odpovědnosti za přesnost a úplnost finančních výkazů a požadavky na jejich podobu. Jednotliví členové také musí zveřejnit své střety zájmů, což by mělo napomoci k obnovení důvěry investorů, po skandálech na začátku tisíciletí. SOX také definuje povinnosti a pravomoci Komise (SEC). Ta má za úkol provádět a zveřejňovat analýzy pro akciové trhy. Mezi její pravomoci pak patří, aby určila, kdo může na kapitálových trzích obchodovat.

V neposlední řadě SOX definoval a navýšil tresty za korporátní podvody. Tyto tresty jsou platné i při pokusu o podvod, i když k němu „prakticky“ nedojde (U.S. Securities and Exchange Commission, 2002).

SOX sklídl velkou kritiku. Jednou z nich bylo to, že byl napsán „horkou jehlou“, čili velmi rychle po pádu Enronu. Zároveň také navýšil náklady společností na externí auditorské společnosti. I pro ty se stal SOX komplikací, neboť často nabízí zároveň jak auditorské, tak poradenské služby. Na druhou stranu se SOX stal příležitostí pro obnovu důvěry v kapitálové trhy.

Pravidla SOX zároveň změnila postoj k nezávislosti správního orgánu. I když přímo nepřikazuje, kolik nezávislých ředitelů musí být ve správním orgánu, navýšil jejich pravomoci, kdy výbor pro audit musí být vedený výhradně nezávislými řediteli. Dalším krokem pro podporu nezávislosti je požadavek na nezávislé auditory a vytvoření nezávislé komise (Dah et al., 2017).

### **1.7.2.3 Evropská Komise**

Evropská Komise vydává různé směrnice a doporučení týkající se správy společností. Tyto doporučení/směrnice jsou často součástí větších témat a pro samotnou správu společností tedy neexistuje jednotný dokument. Cílem EK je sjednocení podmínek jednotlivých trhů.

Jedním z důležitých dokumentů může být např. směrnice 2013/34/EU, která nařizuje, jak by měly vypadat jednotlivé finanční výkazy ve všech zemích EU – tj. účetní závěrky měly by obsahovat přílohu a měly by být volně dostupné.

Důležitou roli ve vztahu akcionář – vlastník hraje i směrnice 2017/828. Ta popisuje i povinnosti akcionářů. Mezi jejich povinností např. patří, aby společnost znala jejich totožnost a případně i jednotlivé střety zájmů. Zároveň má společnost právo o informace o akcionářích i v případě, že o řetězec několika vlastníků. Zprostředkovatelé pak mají za úkol usnadnit komunikaci mezi těmito stranami. Směrnice se také věnuje institucionálním investorům a správcům aktiv, kdy upravuje jejich práva a povinnosti tak, aby byli transparentní a féroví vůči investorům i společností a vyžaduje i větší informovanost všech stran. Podrobná práva akcionářů společností s kótovanými akciemi pak popisuje směrnice 2007/36/ES.

Oblast správního orgánu pak reguluje doporučení 005/162/ES – o úloze nevýkonných členů správní rady nebo členů dozorčí rady a o výborech správní nebo dozorčí rady společností kótovaných na burze. Doporučení je však nezávazné a nemusí jej tedy členské státy přijmout. Doporučení zdůrazňuje, aby jednotlivé státy více dbaly na dodržování kodexů burzy formou „dodržujte a vysvětluje“. Důležitou myšlenkou tohoto doporučení je však pozornost na nezávislé ředitele. Nezávislost je popisována jako absence jakéhokoli střetu zájmů. Jejich úlohou by mělo být ochrana zájmů akcionářů a dalších zainteresovaných stran. Jejich hlavní aktivita by měla být především v oblasti jmenování členů správního orgánu, odměňování členů správního orgánu a výboru pro audit (European Commission, 2017).

#### **1.7.2.4 Česká legislativa**

Správu společnosti v ČR částečně upravuje nový občanský zákoník, konkrétněji zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Ten se však spíše velmi obecně zabývá definicí akciové společnosti a právy a povinnostmi akcionářů a správních orgánů. Představenstvo nebo správní rada podle něj musí mít minimálně 3 členy, další povinnosti týkající se problematiky správy společnosti však nejsou stanoveny (Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, 2012).

#### **1.7.2.5 Kodex správy a řízení společnosti**

Ministerstvo financí však vydává tzv. Kodex správy a řízení společností. Poslední platná verze je z roku 2001. Vzhledem k tomu, že v České republice není nějak význačně rozvinutý trh s akciemi (celkem je na Burze cenných papírů Praha aktivních 13 společností), tak je tento kodex pouze doporučením a předpokládá se, že velké společnosti tyto pravidla přijmou. Kodex vychází z principů OECD a dalších best practises.

V oblasti nezávislých ředitelů Kodex výslovně doporučuje, aby alespoň 25 % členů bylo nezávislých a měli by zastavovat funkce ve výborech pro odměňování, jmenování a audit a místo strategických rozhodnutí by měli spíše jen kontrolovat a monitorovat ostatní členy správního orgánu. Zajímavostí je, že Kodex zmiňuje, že obzvlášť v tak malé zemi, jako je ČR, se těžko definuje nezávislost členů, tudíž je kritickým bodem, aby byl tento člen nezávislý alespoň vůči majoritním akcionářům (Komise pro cenné papíry, 2001).

#### **1.7.2.6 Kodexy velkých světových burz a nezávislí ředitelé**

##### **NYSE**

Newyorská burza cenných papírů vydává manuál pro obchodování na NYSE, ve kterém jsou jednotlivé požadavky, které jsou na rozdíl od ČR pro tyto členy povinné. V sekci Corporate Governance Standards se věnuje problematice nezávislosti správního orgánu. Tady vyžaduje, aby byla většina správního orgánu nezávislá. Zároveň vyžaduje nezávislost výboru pro audit, jmenování a odměňování (The New York Stock Exchange, 2017).

##### **TSE**

Druhá největší burza, japonská TSE, také vyžaduje většinovou přítomnost nezávislých ředitelů, kdy maximální velikost správního orgánu omezuje na 13 členů, z čehož 9 je nezávislých. Zároveň vyžaduje, aby tito nezávislí ředitelé byli ve svém oboru odborníky (JPX, 2017).

##### **NASDAQ**

NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) je považován za třetí největší burzu světa a jeho sídlem je opět USA. Jedná se o největší čistě elektronický burzovní trh. Jelikož se stejně jako u NYSE jedná o americkou burzu, vychází také ze SOXu, takže vyžaduje majoritní podíl správního orgánu obsazený nezávislými řediteli (NASDAQ, 2017).

## **1.8 Teoretické přínosy a nevýhody nezávislých ředitelů**

### **1.8.1 Pozitivní efekty přítomnosti nezávislých ředitelů**

Mezi hlavní výhody přítomnosti nezávislých ředitelů patří jejich objektivita. Nezávislí ředitelé by na rozdíl od managementu neměli mít střet zájmů vůči společnosti a měli tedy objektivně hodnotit dosahování dříve stanovených cílů a tím i hodnotit management a dát jim zpětnou vazbu. Zároveň na rozdíl od managementu nemají tzv. tunelové vidění, jelikož nejsou zachyceni v každodenních problémech společnosti. Mohou tedy vidět různé problémy a slabiny jednotlivých návrhů managementu. Také mohou navrhnout další analýzy potřebné k pečlivějšímu prozkoumání problému apod. Tím mohou pomoci managementu prozkoumat problém z jiné perspektivy (Firstenberg & Malkiel, 1980).

Nezávislý ředitel by tedy měl být objektivní a tím obhajovat zájmy všech vlastníků, tedy i těch minoritních, což by mohlo přilákat i další investory, potencionální minoritní vlastníky (Clarke, 2007). Nezávislý ředitel může také působit jako „hlídací pes“ a pomoci společnosti předejít korporátním podvodům (Uzun et al., 2004).

Brickley et al., (1994) se zaměřil na efekt přítomnosti nezávislých ředitelů a oznámení jedovatých pilulek. Tyto „pilulky“ slouží jako obrana proti nepřátelskému převzetí. Vyskytují se buď jako „flip-in“ - tj. stávající akcionáři získají nové akcie se slevou, anebo flip-out - tj. po převzetí mohou stávající akcionáři nakoupit akcie se slevou. Zjistil významně pozitivní vztah mezi cenou akcie a oznámením o jedovatých pilulkách, pokud byli ve správním orgánu nezávislí ředitelé. Zároveň se ale jedovaté pilulky vyskytovali méně právě u firem s majoritním počtem nezávislých ředitelů. Tuto myšlenku podpořili i Singh & Harianto (1989), kteří zjistili, že u společností s větším počtem nezávislých ředitelů se vyskytovaly zlaté padáky v menší míře.

Nezávislí ředitelé mohou také dopomoci prevenci proti korporátním podvodům. Beasley (1996) ve svém výzkumu zjistil, že firmy, které měly kolem 50 % nezávislých ředitelů měly větší četnost korporátních podvodu než firmy, kde už bylo před 65 % nezávislých ředitelů.

### **1.8.2 Negativní efekty přítomnosti nezávislých ředitelů**

Mirvis & Savitt (2015), kteří se dají považovat za opravdové odpůrce nezávislých ředitelů, ve svém článku zase naopak kritizují přítomnost nezávislých ředitelů. Dle jejich názoru s nezávislými řediteli přicházejí další nadbytečné náklady zastupitelnosti. V rámci čisté nezávislosti jsou jako nezávislí členové zvoleni lidé, kteří nemají žádný vztah k danému odvětví, a tím nemohou sloužit jako efektivní poradci. Dále kritizují, že nezávislí ředitelé, kteří k dané společnosti nemají téměř žádné vazby, obsazují místa ve správním orgánu, které by mohly být efektivněji obsazeny jiným stakeholderem (např. bankou). Nezávislí ředitelé často podle nich nebývají motivováni k lepším výsledkům společnosti, a tudíž nemají zájem se snažit společnosti porozumět. Zároveň ale může management před nezávislými řediteli zatajovat nějaké informace a tím dochází k informační asymetrii. Tím můžou být úsudky nezávislých ředitelů zkreslené, a tudíž může docházet ke špatným rozhodnutím (Koerniadi & Tourani-Rad, 2012).

Dalším problémem mohou být také i tzv. „profesionální ředitelé“. Tím se rozumí ředitelé, kteří jsou ve více správních orgánech, což může vést někdy i ke skrytému střetu zájmů.

Dále se velmi často kritizuje častá nepřítomnost nezávislých ředitelů na pravidelných zasedáních, čímž se snižuje pozitivní efekt jejich existence (Gantenbein & Volonté, 2011).

Nezávislí ředitelé navíc mohou být často zavázáni CEO za jejich místo ve správním orgánu, a proto nemusí vždy jednat nezávisle (Walsh & Seward, 1990). Westphal (1998) se věnoval vlivu CEO na nezávislé ředitele a zjistil, že pokud má CEO dobré přesvědčovací taktiky, pak může přesvědčit i nezávislé ředitele a ti ztrácí na své nezávislosti. Charismatictější CEO se dočkal vyšších odměn.

## **1.9 Empirické nálezy**

### **1.9.1 Nezávislí ředitelé a jejich sociální vazby**

Většina definicí nezávislých ředitelů se věnuje spíše jejím finančním vazbám na společnost. Co ale mnoho definicí opomíná, jsou právě neformální sociální vazby. Mezi ty patří například společná alma mater, služba v armádě, země původu, vystudovaný obor a obor průmyslu jako neformální vazba mezi nezávislým ředitelem a exekutivním členem správního orgánu. Tyto společné vlastnosti a zkušenosti mohou způsobit sociální vazbu. Někdy se tyto členové nazývají jako „šedí ředitelé (gray directors) nebo spříznění ředitelé (affiliated directors). Cohen et al. (2012) ve své studii navíc zjistili, že manažeři mají tendence si vybírat „roztleskávačky“ - tj. ředitele, kteří jsou sice podle regulace nezávislí, na druhou stranu jsou manažerům více sympatičtí a často je mezi nimi nějaká společenská vazba.

Hwang & Kim (2009) zkoumali tyto vazby a jejich vliv na výsledky společností žebříčku Fortune 100 v roce 2005. Zjistili, že sice 87 % správních orgánů se navenek tvářilo nezávisle, ale jen 62 % bylo opravdu nezávislých a bez sociálních vazeb. Dalším zjištěním bylo, že pokud je správní orgán opravdu nezávislý a bez sociálních vazeb, byly odměny pro CEO v průměru o \$3.3 miliónu nižší. Zároveň zkoumali i vliv na tříletý vývoj ukazatelů rentability, kdy ředitelé se sociálními vazbami vykazovali v průměru tyto ukazatele o 0,5 p. b. nižší. Tyto výsledky podpořil i výzkum Hoitash (2011), který našel významně pozitivní vztah mezi spřízněností nezávislých ředitelů a odměnami pro CEO.

Shivdasani & Yermack (1999) se věnovali problematice výběru nezávislých ředitelů a reakci investorů. Během výzkumu zjistili, že pokud má CEO vliv na volbu nezávislého ředitele, zvolí si spíše „šedého“ ředitele, před ředitelem naprosto nezávislým. Zároveň reakce akcionářů byly naprosto opačné, tedy že při oznámení nástupu šedého ředitele se cena akcie lehce propadla. Platt & Platt (2012) zase zkoumali přítomnost nezávislých a šedých ředitelů ve firmách v letech 1997–2007 a jejich vliv na bankrot. Jejich zjištěním bylo, že společnosti, které měly větší % nezávislých ředitelů a menší % šedých ředitelů byly více solventní než ty, u kterých to bylo naopak.

V neposlední řadě je potřeba zmínit i studii Uzun et al. (2004), kteří se věnovali poměru přítomnosti nezávislých a šedých ředitelů a jejich vztahu ke korporátním podvodům amerických společností v letech 1978 - 2001. Výsledkem výzkumu bylo, že pokud se společnosti „vzdaly“ šedých ředitelů a dali přednost těm opravdu nezávislým, pak se korporátní podvody vyskytly v menší míře než naopak. S podobnou myšlenkou přišel i

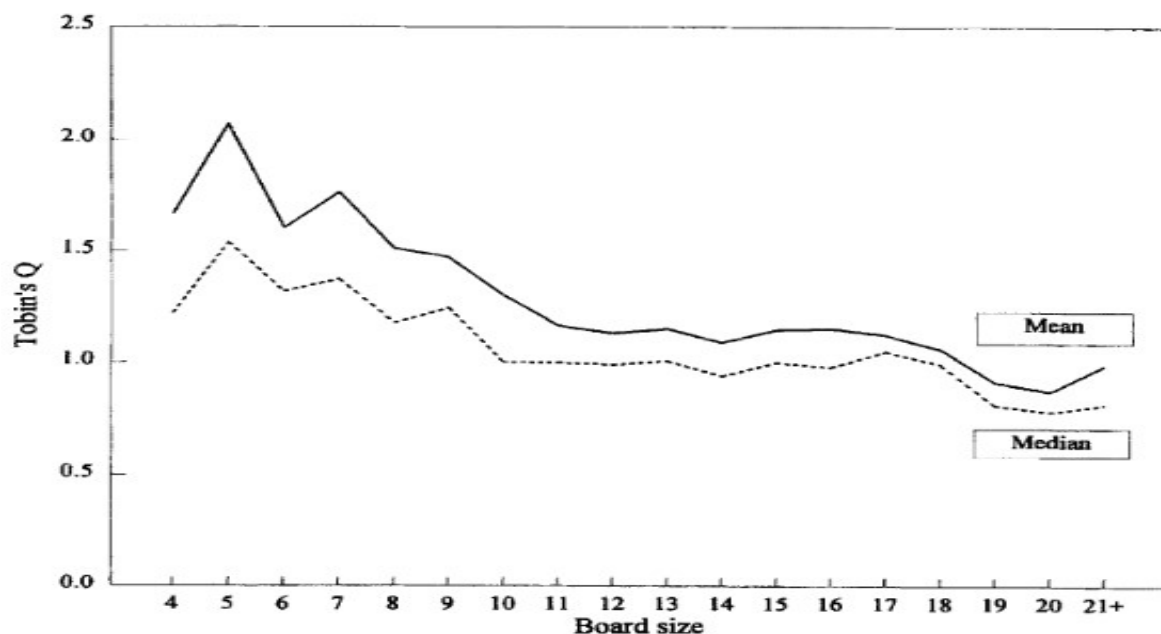
Sharma (2004). Ten tuto hypotézu testoval na australských společnostech v letech 1988–2000. Výsledkem opět bylo, že přítomnost nezávislého ředitele snižoval výskyt korporátního podvodu. Jako zajímavost mu také vyšlo, že se sníží výskyt korporátních podvodu, pokud se zvýší podíl institucionálních akcionářů.

### 1.9.2 Kolik nezávislých ředitelů stačí?

Optimální velikosti správního orgánu se věnovalo několik studií s odlišnými názory. Argumenty pro větší velikost správního orgánu přednesli příkladem Andersona et al. (2008). Ti argumentovali tím, že díky většímu množství ředitelů představuje větší množství zdrojů a tím i lepší výsledky rozhodování. Zároveň zdůraznili i efektivnější řešení problémů, kdy pomocí tvorby různých výborů vzniká lepší informovanost a transparentnost. Zajímavým zjištěním jejich výzkumu bylo, že věřitelé jsou ochotni zaplatit více za dluhopisy společností s většími správními orgány než naopak.

Na druhou stranu existuje i několik argumentů proti velkým správním orgánům. (Jensen, 1993) přinesl ve své práci poznatek, že pokud má správní orgán více jak 6 členů, pak může docházet k vyostření problému zastupitelnosti I, protože ve větším množství členů dochází ke špatné koordinaci a tím může CEO získat více ve svůj osobní prospěch. Tuto myšlenku podpořil i Yermack (1996). Ten pozoroval vliv velikosti správního orgánu u 500 největších obchodovatelných společností na Tobinovo Q v letech 1984–1991. Výsledek je zobrazen na Obrázek 6. Podle Yermacka je tedy optimální velikost správního orgánu 5 členů ve vztahu k ukazateli Tobinovo Q

**Obrázek 6 - Tobinovo Q a velikost správního orgánu**



*Zdroj: Yermack (1996)*

Přítomnost každého dalšího ředitele ve správním orgánu s sebou nese náklady zastupitelnosti. Upadhyay & Sriram (2011) se věnovali problematice velikosti správního orgánu a jeho vlivu na ostatní proměnné. Během let 2000–2003 sledovali vývoj

společností ze S&P 1500. Zaznamenali výrazně negativní ( $r = -0.412$ ,  $p = 0.01$ ) vliv velikosti správního orgánu na tzv. opacity index. Tento index ukazuje, jak vysoké je riziko spojené s netransparentností a špatným regulačním systémem státu. To znamená, že čím větší byl správní orgán, tím transparentnější byla společnost. Dalším zjištěním bylo, že i když větší množství ředitelů s sebou nese náklady, tak jejich přítomnost naopak snižuje náklady kapitálu společností.

Optimální velikosti správního orgánu se také věnovali Ning et al. (2010). Ti zkoumali vývoj velikosti správního orgánu v čase u 473 amerických společností obchodovaných na burze v letech 1988-1999 a testovali, jestli existuje optimální velikost. Zajímavým zjištěním bylo, že i když sice firmy zkusily „přidat“ nebo „ubrat“ počet ředitelů, celková střední hodnota se v čase nijak výrazně nezměnila. Tato střední hodnota velikosti správního orgánu byla 9.67. Zároveň je nutné zohlednit i odvětví, ve kterém daná společnost podniká. U bank je běžné, že jejich správní orgány jsou větší (střední hodnota 16.8 členů). Tento rozdíl vysvětlují tím, že banky mají prospěch z přítomnosti těchto dodatečných členů.

Bhagat & Black (1999) ve své studii sledovali vliv přítomnosti nezávislých ředitelů na finanční ukazatele v letech 1985–1995. Zajímavým poznatkem bylo, že pokud vzali poměr nezávislosti správního orgánu, byla tato korelace významně negativní, tj. že čím větší nezávislost, tím horší finanční výkonnost. Svou analýzu ale dali i do detailnějšího přehledu, kde zjistili, že pokud je poměr nezávislých ředitelů vůči celkovému počtu okolo 50 %, pak je jejich vliv na finanční výkonnost pozitivní, a to statisticky významně (např. Tobinovo Q:  $r = 0,39$ ).

Combs & Ketchen (2017) provedli analýzu na S&P společnostech a jejich procentuálnímu vývoji počtu společností, kde je CEO jako jediný závislý ředitel. Obrázek 7 ukazuje detail.

**Obrázek 7 - CEO jako jediný závislý ředitel**



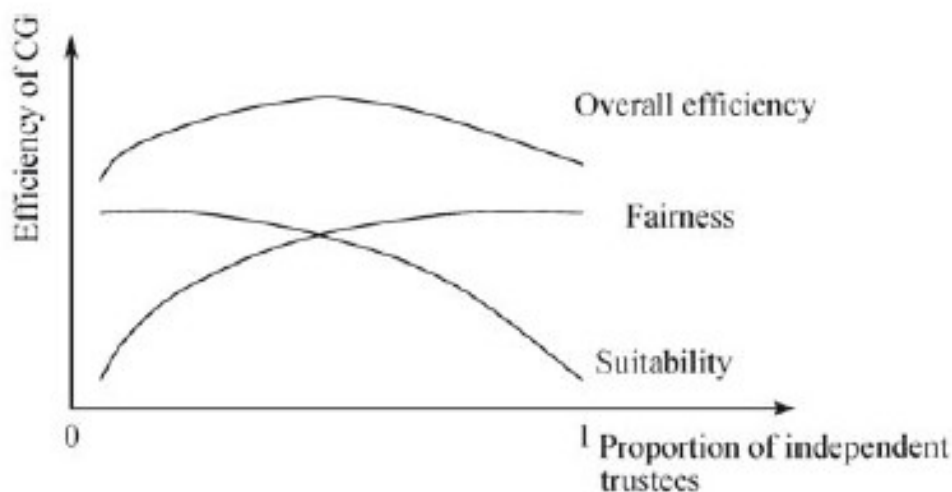
*Zdroj: Combs & Ketchen (2017)*

Jak jde vidět, tak procentuální poměr firem, kde je většina nezávislých ředitelů a jediný závislý je CEO v posledních letech rapidně vzrostl. V rozšířeném výzkumu Zorn et al. (2017) pak sledovali i dopady čeho? v těchto společnostech. Zjistili třeba, že u společností, které jsou většinově vlastněny institucionálními investory je CEO asi o 80 % lépe placený, pokud je jako jediný exekutivní člen správního orgánu, než je tomu naopak. V porovnání finanční výkonnosti (Tobinovo Q), vlastnictví a správního orgánu byly výsledky také zajímavé. Pokud byla většina vlastníků neinstitucionálních, pak Tobinovo Q vzrostlo jen tehdy, když CEO nebyl „sám“ ve správním orgánu. V opačném případě tento ukazatel poklesl. U většiny institucionálních investorů nebyl dopad téměř žádný.

Samotný optimální počet nezávislých ředitelů však žádná studie nenavrhuje – opět závisí na odvětví, druhu vlastníka a legislativního prostředí. Coles et al. (2008) dokonce přišli s vysvětlením, že u jednoduchých firem mají na Tobinovo Q pozitivní vliv menší správní orgány a u těch komplexnějších je tomu naopak.

Jinsong et al. (2007) navrhuji teorii, že s rostoucím počtem nezávislých ředitelů vzroste efektivita dozorčí funkce správního orgánu s čímž roste „princip férovosti“ (fairness). Na druhou stranu ale nezávislí ředitelé nejsou zapojení do každodenního provozu, čímž roste riziko informační asymetrie a tím klesá efektivita rozhodování správního orgánu (suitability). Výsledkem optimálního počtu nezávislých ředitelů je tedy obrácená U-křivka, který ukazuje

**Obrázek 8 - Efektivita správy společnosti a počet nezávislých ředitelů**



*Zdroj: Jinsong et al. (2007)*

### 1.9.3 Profesionální ředitelé

V odborné literatuře se výzkumy často věnují také problematice profesionálních ředitelů, někdy také jako několikanásobných ředitelů nebo zaneprázdněných ředitelů (busy directors). To jsou ředitelé, kteří jsou členy několika správních orgánů a často je to jejich jediné zaměstnání. Za několikanásobného ředitele považuje ten, který drží 3 a více mandátů. Podle Fama & Jensen (1983) je pro tyto ředitelé důležitá jejich reputace, která vyplývá z úspěchů společnosti. Jako dobrý dozor jsou pak odměňováni dalšími mandáty, a



naopak těm laxním jsou mandáty odebrány. Mnohdy ale ředitelé s více mandáty nemusí mít dostatek času, aby plnili své závazky zodpovědně a tím klesá efektivita jejich přítomnosti (Volonté, 2015).

Tuto myšlenku podpořil i Beasley (1996), který ve svém výzkumu zjistil, že je větší pravděpodobnost, že ve společnosti dojde k finančnímu podvodu, právě pokud se ve správním orgánu nacházejí profesionální ředitelé. Core et al. (1999) navíc zjistili, že pokud je ve správním orgánu profesionální ředitel, pak jsou i odměny pro CEO několikanásobně vyšší než u firem, které tyto ředitele nemají. To může mít pak samozřejmě dopad na finanční výkonnost podniku.

Oproti tomu Ferris et al. (2003) našli pozitivní, i když ne nějak statisticky významný, vztah mezi výnosy a přítomností několikanásobných ředitelů. Dalším zjištěním bylo, že tito ředitelé se zúčastňují více shromáždění, a navíc je jsou více dosazováni do důležitých výborů oproti ředitelům, kteří jsou v jen jednom nebo dvou správních orgánech. Zajímavým zjištěním bylo, že ředitele jsou ochotni vstoupit do dalšího správního orgánu v době, kdy se „jejich“ současným společností daří. Fich & Shivdasani (2006) se v návaznosti na tyto výsledky věnovali několikanásobným ředitelům a jejich vztahu k ukazatelům finanční výkonnosti. Zjistili, že jejich přítomnost má negativní dopady na finanční výkonnost. Jako zajímavost ještě zjistili, že firmy, které mají finanční potíže mají paradoxně tendence si právě dosazovat tyto profesionální ředitele. To vysvětlují tím, že vidí hodnotu v jejich pověsti a zkušenostech anebo nemají čím by zaujali „lepší“ ředitele, kteří mají možnost sedět v jiném správním orgánu profitující společnosti.

Názory i výsledky výzkumů k této problematice jsou odlišné. Pokud bychom se zaměřili na evropské státy, tak i zde jsou odlišnosti. V Itálii (Di Pietra et al., 2008) našli pozitivní vztah mezi finanční výkonností a přítomností několikanásobných ředitelů. Oproti tomu sousední Švýcarsko ukázalo tento vztah jako negativní (Ammann et al., 2005).

#### **1.9.4 „Ideální“ (nezávislý) ředitel**

Jak můžeme rozeznat, který kandidát na nezávislého člena je pro nás ten pravý? Co by měl ideální nezávislý ředitel umět, abychom dosáhli nejlepších výsledků? Fedorek (2003) rozdělil ředitele na silné – hlídací psy (watchdogs) a slabé pudly (poodles/lap dogs). Zároveň sepsal i pár bodů, na které se zaměřit při výběru ředitele. Prvním z nich je prověření si pozadí kandidáta. Podle něj je nezbytné, aby společnost obětovala čas a prověřila si vše, co o sobě daný kandidát říká, protože i sebemenší lež může být varovným signálem. Když najímáme ředitele, tak jeho přítomnost bude ovlivňovat naše podnikání. Proto bychom neměli vynechat otázky ohledně jeho podnikatelských preferencí a zájmů. Prověřením referencí, pozadí i podnikatelských zájmů kandidáta bychom se měli zaměřit i na jeho osobní život, jestli nemá finanční potíže, protože takový kandidát by nám k finanční prosperitě zřejmě moc nepomohl.

R. B. Adams et al. (2010) popsali jednotlivé typy vnějších ředitelů, které si firmy zvolí do svých správních orgánů a kteří pro ně přinášejí nějakou přidanou hodnotu. Jsou to bankéři, investor venture kapitálu (venture capitalists), politici, CEO jiné společnosti a další stakeholdeři.

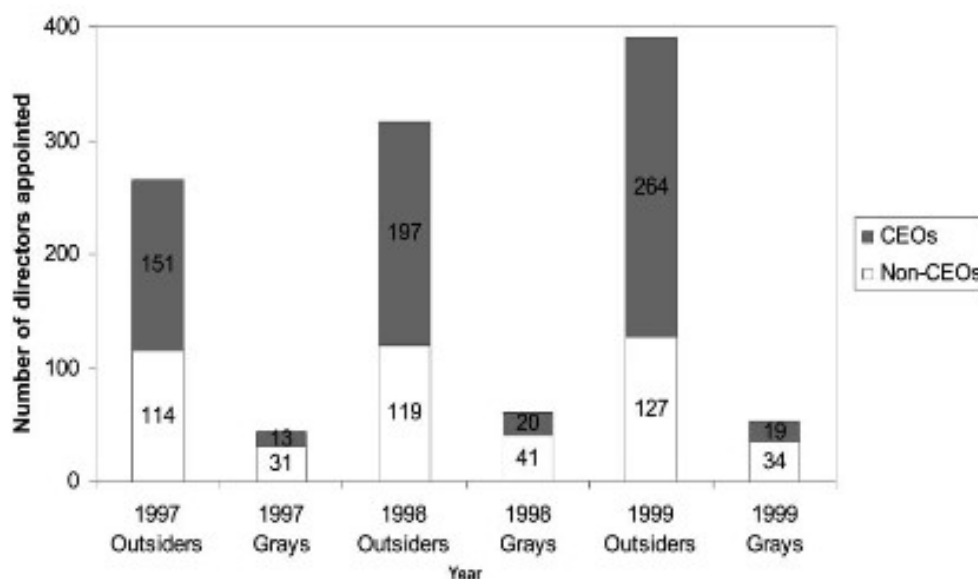
Bankéři mohou přinést do správního orgánu novou monitorovací funkci. Můžou být buď z banky, která je věřitelem dané společnosti, čímž ztrácejí svou nezávislost, anebo z úplně jiné banky. Byrd & Mizruchi (2005) našli pozitivní vztah mezi přítomností bankéře spřízněného s věřitelskou bankou společnosti a poměru zadlužení společnosti. Kroszner & Strahan (2001) také potvrdili, že společnosti s bankéřem ve správním orgánu mají nižší míru zadluženosti, ale zároveň jim jsou ochotny banky více půjčit. Přítomnost bankéřů ve správním orgánu je podle nich běžnější v Německu (u 75 % velkých společností) a Japonsku (53 %) než USA (32 %). To se dá vysvětlit tím, že v Německu a Japonsku mají finanční instituce větší práva a je jejich povinností si hlídat případné finanční problémy dlužníků.

Přítomnost rizikového investora (venture kapitálu) se netýká už nezávislých ředitelů, ale nepřímo je ovlivňuje. Výzkum od Baker & Gompers (2003) přišel s analýzou, co se stane, když společnost opustí rizikový investor. Výsledkem bylo, že u společností, které opustil rizikový investor, byla větší vyjednávací síla nezávislých členů správního orgánu a CEO byl v oslabení.

Ovlivní politické konexe výkonnost společnosti? Goldman et al. (2008) sledovali, jestli politická minulost anebo politické známosti členů správního orgánu nějak ovlivní výkonnost podniku. Jejich vzorkem byly firmy S&P 500 v roce 1996-2000. Zjistili, že pokud společnost oznámí nástup nového ředitele, který je politicky angažovaný, významně vzroste cena jejich akcií. Navíc ještě rozdělili tyto členy na demokraty a republikány a zkoumali návratnost akcií po výhře republikánů (G. W. Bush) v prezidentských volbách. Pokud byl správní orgán čistě republikánský, návratnost akcií významně vzrostla. V opačném případě nebyl pozorován žádný efekt. Agrawal & Knoeber (1996) ve svém výzkumu zase zjistili, že političtí ředitelé se vyskytují spíše u velkých společnostech, pro které jsou zřejmě významnější. Také zaznamenali nárůst politicky angažovaných ředitelů u těžařských a energetických společností, v době, kdy začaly být více regulovány.

CEO jiné společnosti může nastoupit jako člen správní rady jiné společnosti. Může se tak stát z několika důvodů – manažerský talent daného CEO, jeho podpora pro změny, které zavedl ve „své“ společnosti a vyrovnání sil, kdy investoři v některých výborech uvítají externího CEO než CEO dané společnosti. Fich (2005) tuto problematiku zkoumal na 432 Fortune 1000 společnostech v letech 1997-1999. Obrázek 9 ukazuje, jak během let 1997–1999 vzrostl trend mít cizího CEO jako nezávislého ředitele. Grays v tomto případě Fich označuje spřízněné ředitele. Jak je vidět, tak společnosti často dávají přednost opravdu nezávislým ředitelům na pozici CEO v jiné společnosti. Zároveň zjistil, že pokud společnost oznámila nástup nezávislého ředitele jako CEO v jiné prosperující společnosti, mělo to za důsledek výrazný růst cen akcií dané společnosti.

**Obrázek 9 - CEO jako nezávislý ředitel**



*Zdroj: Fich (2005)*

Posledním příkladem „vnějšího“ ředitele jsou zaměstnanci. Ti se určitě neřadí mezi nezávislé ředitele, ale mnoho výzkumů ukázalo prospěšnost a neprospěšnost jejich účasti. Jejich účast ve správním orgánu je často typická pro Německo. Faleye et al. (2006) například našli důkaz, že pokud jsou ve správním orgánu zaměstnanci, pak společnost často snižuje dlouhodobé investice, podstupuje menší riziko a vyskytuje se zde i nižší produktivita práce. Fauver & Fuerst (2006) zase zjistili úplný opak, tj. že přítomnost zaměstnanců ve správním orgánu produktivitu práce navyšuje.

#### **1.9.4.1 Další charakteristiky kandidáta**

V poslední době se dostává do popředí také myšlenka diversity managementu. Jeho hlavní filozofií je, že úspěšní jedinci netvoří homogenní skupinu, ale je žádoucí, aby mezi nimi byly nějaké rozdílnosti. Tyto rozdílnosti můžeme rozdělit na ty viditelné – rasa/etnikum, národnost, pohlaví a věk. Mezi méně pozorovatelné řadíme např. vzdělání a zkušenosti (Milliken & Martins, 1996).

Diverzitou rasy a finanční výkonností podniku se zabýval Richard (2000). Ten testoval, jaký vliv má vliv rasová diverzita v rámci zaměstnanců (management i řádoví zaměstnanci) amerických bank na rentabilitu vlastního kapitálu (ROE). Nenašel ale žádný významný vztah mezi danými proměnnými. Zdůraznil ale, že společnosti se zaměstnanci více ras, více těží z výhod jejich přítomnosti – především vnímání společnosti „zvenku“. Tuto myšlenku podpořil i Erhardt et al. (2003), který ve svém výzkumu testoval vliv diverzity správního orgánu u 127 velkých amerických společností v letech 1993 - 1998. Výsledkem byl významný vztah diverzity správního orgánu a ukazatele rentability investic ( $r = 0.21$ ). Dalším zjištěním bylo, že nejčastěji je diverzní správní orgán u společností z odvětví služeb.

Průměrný věk ředitele správního orgánu společností indexu S&P 500 v současné době je 61 let. Pod 55 let je jen 2 % ředitelů (Barrett, 2017). Anderson et al. (2004) zkoumal různé

charakteristiky ředitelů vůči výnosovému rozpětí (yield spread). Vůči věku ředitelů však nezjistili žádný vztah k výnosovému rozpětí.

Také můžeme v poslední době sledovat zvýšenou pozornost věnovanou ženám, kdy např. v severských zemích jsou zaváděny povinné kvóty na počet žen v top managementu. Výsledky analýz na toto téma vycházely různě. Významně pozitivně tyto výsledky vyšly v afrických zemích, např. Nigérie (Garba & Abubakar, 2014), negativně pak v USA (Pathan & Faff, 2013b). Paradoxně byl téměř nulový efekt v Norsku (Ahern & Dittmar, 2012). Pletzer et al. (2015) ve své meta-analýze na téma reprezentace žen ve správních orgánech a finanční výkonnost objevili nevýznamný vztah ( $r = 0.01$ ,  $p = 0.568$ ).

Shiah-Hou & Cheng (2012) se věnovali vztahu zkušeností a kompenzace nezávislého ředitele vůči finanční výkonnosti podniku. Zkušenosti byly tvořeny z manažerských, CEO, expertních a současných zkušeností. Kompenzace byla brána jako celkový finanční příjem, který ředitel za svou práci obdržel. Všechny výsledky ukázaly pozitivní a statisticky významný vztah mezi finanční výkonností (měřeno pomocí ROE a Tobinova Q) a zkušeností nezávislého ředitele. Vztah mezi finanční výkonností a finanční kompenzací nezávislého ředitele také vyšel významně pozitivně. (Anderson et al., 2004) naopak našli statisticky významný negativní vztah k finanční výkonnosti, pokud byl nezávislý ředitel dříve ředitelem exekutivním ( $r = -0.21$ ) anebo akademikem ( $r = -0.14$ ).

Dass et al. (2013) se zaměřili na „background“ ředitele. Jelikož mnoho protikartelových zákonů zakazuje, aby ve správním orgánu zasedal ředitel, který je zaměstnaný u konkurenčního podniku. Tím by samozřejmě ztratil i svou nezávislost. Vzali v potaz tedy příbuzné obory. Zjistili, že pokud si společnost do svého správního orgánu pozvala ředitele z příbuzného oboru, mělo to pozitivní dopad na finanční výkonnost – ať už měřeno rentabilitou aktiv anebo Tobinovo Q.

Když shrneme jednotlivé poznatky, tak ideální nezávislý ředitel by byl úspěšný CEO jiné společnosti, politicky angažovaný a měli bychom umět jej dobře zaplatit. Čínští vědci Jinsong et al. (2007) však přišli s jiným popisem. Podle nich je ideální nezávislý ředitel ve věku 35–55 let, dobře rozumí cash-flow a ziskům z akcie. Zároveň je i úspěšným manažerem v jiné společnosti. Má odvalu promluvit bez výhrad a nesouhlasit s předsedou nebo CEO. Navíc se umí vyjádřit přesně a narovinu a když na to přijde, tak musí být schopný a ochotný převzít místo předsedy správního orgánu. Většina nezávislých ředitelů by tedy podle nich měla pocházet z vědců anebo praktiků z oblasti managementu, účetnictví, práva a investiční analýzy.

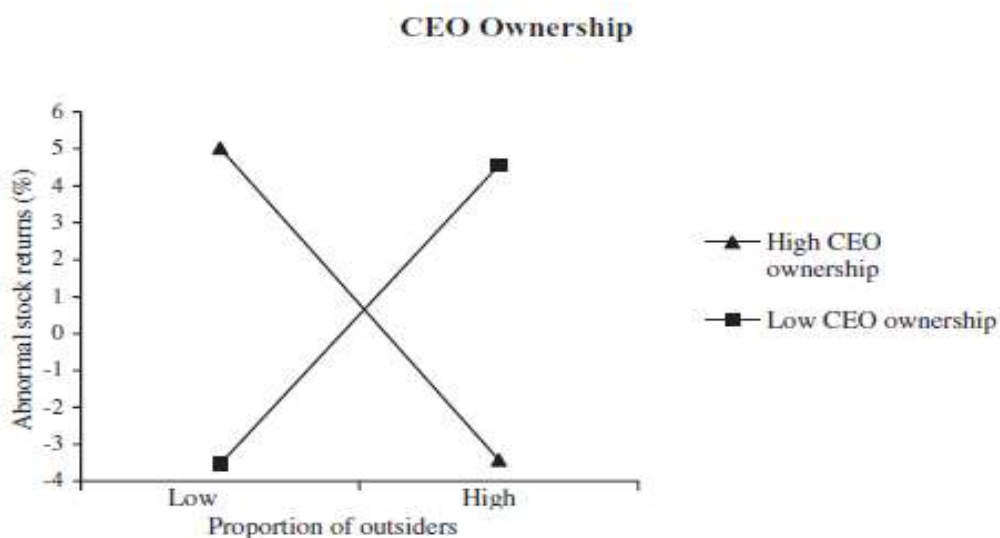
#### **1.9.5 Další vlivy na finanční výkonnost podniku s přítomností nezávislých ředitelů**

I když najdeme perfektního nezávislého ředitele, tak to pro nás neznamena, že máme „vyhráno“. Finanční výkonnost můžou ovlivnit i jiné efekty. Otázkou ale je, jestli přítomnost nezávislého ředitele bude mít pozitivní anebo negativní dopad.

Jednou z takových situací může být náhlá smrt CEO. Combs et al (2007) testovali tyto efekty na 73 náhlých úmrtích CEO amerických společností v letech 1978–2001. Výsledek je vyobrazen na Obrázek 10.

Vlastnický podíl CEO zastupuje vyjednávací sílu CEO ve správním orgánu, tedy kolik hlasů bylo s CEO. Podíl vnějších ředitelů zase ukazuje, kolik bylo vnějších ředitelů z celkového počtu. Z vidíme, že pokud měl CEO velkou vyjednávací sílu a zároveň bylo ve správním orgánu málo vnějších ředitelů, pak cena akcie po jeho smrti vzrostla. To samé nastalo i u správních orgánů s větší mírou nezávislosti a malou silou CEO. V opačných případech se cena akcie propadla cca o 4 %.

**Obrázek 10 - Smrt CEO a dopad na cenu akcií**



*Zdroj: J. G. Combs et al. (2007)*

Dalším efektem může být to, jak často se správní orgán schází. Vafeas (1999) testoval 307 amerických společností v letech 1990–1994. Sledoval, jak často se správní orgán schází a jaké to má dopady na P/B ratio. Zjištěním bylo, že vyšší P/B vykazovaly správní orgány, které se scházely méně často. Vysvětlil to tím, že pokud se správní orgán schází moc často, pak se jeho členové změň z proaktivních na reaktivní, čímž se snižuje jejich efektivita. Výzkum od Ahmed (2007) provedený na amerických společnostech v letech 1999 - 2000 také prokázal negativní vztah mezi frekvencí schůzek a finanční výkonnosti. Novější studie od Horváth & Spirollari (2012) provedená na 136 amerických společnostech v letech 2005 - 2009 už neprokázala žádný vztah. Brick & Chidambaran (2010) tuto myšlenku také podpořili, když z jejich výzkumu vyšlo, že roční počet schůzek správního orgánu nemá na ukazatel ROA téměř žádný dopad.

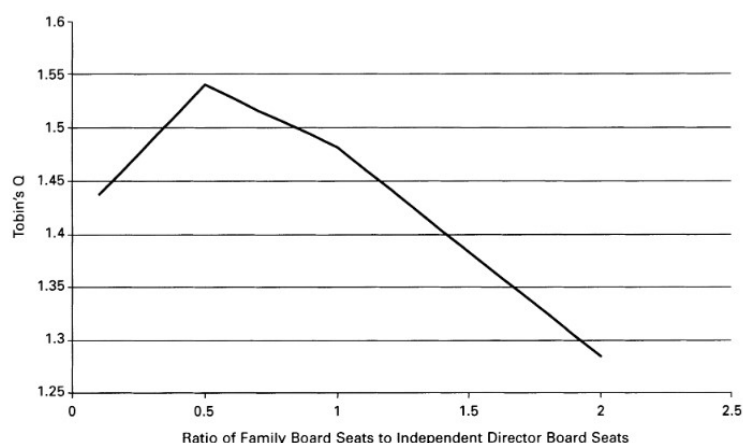
#### **1.9.6 Nezávislí ředitelé v rodinných firmách**

U rodinných firem se setkáváme s několika definicemi. Nejznámější je ta, že za rodinnou firmu považujeme tu, ve které má rodina většinový vlastnický podíl nebo manažerskou kontrolu (J. Lee, 2006). Porta et al. (1999) sledovali, kolik je v jednotlivých zemích rodinných firem. V USA to bylo 20 %, Austrálie 5 % a nejvíce pak v Mexiku 100 % a Hong Kong 70 %.

Rodinné firmy se často zaměřují na dlouhodobé cíle spíše než ty veřejné. Anderson & Reeb (2003) ve svém výzkumu zjistili, že v USA si rodinné firmy často vedou lépe, a to hlavně z toho důvodu, že výhody vlivu rodiny často převáží jejich náklady.

Každopádně i v rodinných firmách se můžeme setkat s oportunistickým chováním, ale zároveň je logické, že si tyto firmy nechtějí k sobě pustit někoho zvenčí. Nezávislí ředitele ale v těchto rodinných firmách tvoří ochranu minoritních akcionářů, kteří často nejsou akcionáři rodinnými. Anderson & Reeb (2004) testovali rodinné společnosti S&P 500 v letech 1992–1999. Výsledek regresního testu je na Obrázek 11.

**Obrázek 11 - Rodinné firmy, nezávislí ředitelé a Tobinovo Q**



*Zdroj: Anderson & Reeb (2004)*

Nejvyšších hodnot dosáhlo Tobinovo Q právě tehdy, když byl poměr 0.5, což znamená, že na jednoho rodinného ředitele ve správním orgánu rodinné firmy připadali dva nezávislí ředitelé.

### **1.9.7 Shrnutí**

Mnoho studií vykazuje různé výsledky, jestli přítomnost nezávislých ředitelů ovlivňuje finanční výkonnost podniků. Důležitou roli hraje kontext - např. jestli se nacházíme v rozvinuté nebo rozvojové zemi, protože v rozvojových zemích je často vyšší míra korupce a klientelismu, takže přítomnost nezávislého ředitele může mít pozitivnější dopad.

Další je důležitý i kontext vlastnictví společnosti. Rodinné firmy často mají dlouhodobé a nefinanční cíle a přítomnost nezávislých ředitelů může být často proti vůli rodiny. Jak ale studie prokázala, přítomnost nezávislého ředitele může pozitivně ovlivnit finanční výkonnost podniku.

Nastavení správy společnosti v jednotlivých firmách je taky důležitým faktorem, který má dopad na finanční výkonnost. Studie prokázaly, že pokud se správní orgán schází moc často, pak „zleniví“. Velikost správního orgánu by měla souhlasit s komplexitou společnosti. Vyjednávací síla CEO a jeho pozice ve správním orgánu by měla být také zohledněna při analýze. V neposlední řadě je důležitá i poměr nezávislých ředitelů vůči celkovému počtu členů.

Nejen kontext, ale i samotná osoba nezávislého ředitele může mít vliv na finanční výkonnost podniku. Ne každý nezávislý ředitel je opravdu nezávislý. Může se stát, že i když daný kandidát splní kritéria nezávislosti, tak chodí s CEO společnosti hrát každý týden golf, čímž vzniká sociální vazba. Tito zaujatí ředitelé pak nemusí úplně dodržovat pravidla nezávislosti a mnoho studií ukázalo, že negativně ovlivňují finanční výkonnost a také je větší pravděpodobnost korporátního podvodu. Samozřejmě je potřeba odhadnout správnou výši odměny nezávislého ředitele, aby byl správně motivován.

Nemalou roli hraje i pozadí nezávislého ředitele. Studie prokázaly, že pokud je z podobného oboru, jako je daná společnost, pak může pozitivně ovlivnit finanční výkonnost společnosti. Často je nezávislým ředitelem CEO jiné společnosti, což výsledky výzkumů ukázaly také jako dobrou volbu. Nicméně studie se odlišovaly v názoru na ostatní profese nezávislých ředitelů.

Poslední skupinou jsou události, které nikdo nemůže nijak ovlivnit. Může to být např. smrt CEO společnosti, která ovlivní reakce akcionářů.

## 2 Metodika

Meta-analýzou se rozumí aplikace statistických metod s cílem shrnout výsledky dvou a více odborných studií, které se věnují stejnému anebo velmi podobnému problému. Celý postup se dá shrnout jako definování výzkumné otázky, systematická selekce studií a následně se tyto studie analyzují pomocí několika statistických metod. V poslední fázi dochází k interpretaci zjištěných výsledků a diskuzi.

### 2.1 Definice problému

Cílem této meta-studie je zjištění, zdali má přítomnost nezávislých ředitelů ve správním orgánu vliv na finanční výkonnost podniku.

### 2.2 Strategie systematické rešerše

Rešerše odborných článků potřebných pro meta-analýzu proběhla v první polovině roku 2017. Pro vyhledávání byly použity databáze napojené na Google Scholar a Fulsoft (fulltextový vyhledávač VŠE). Následně byly dohledány další články pomocí tzv. metody sněhové koule, což znamená dohledávání dalších relevantních studií pomocí odkazů na ně v jiných studiích. Detaily vyhledávání jsou popsány v Tabulka 1 - Kritéria rešerše. Zároveň byla stanovena podmínka, aby studie byly mladší roku 2000, kdy byla provedena poslední meta-studie na dané téma.

**Tabulka 1 - Kritéria rešerše**

Počet studií	Klíčová slova	Databáze
74	(Independent directors OR outside directors OR foreign directors OR independent board members) AND (firm performance OR financial performance OR financial results)	EBSCO, JSTOR, ProQuest Central, ResearchGate, Google Scholar

*Zdroj: vlastní zpracování.*

Do meta-analýzy byly vybrány pouze články publikované v odborných časopisech. Snahou výběru bylo, aby výsledky byly co nejspolehlivější, a to by mělo být dosaženo právě tím, že dané články prošly peer review procesem, který dohlíží na správnost postupů.

### 2.3 Selekcce studií

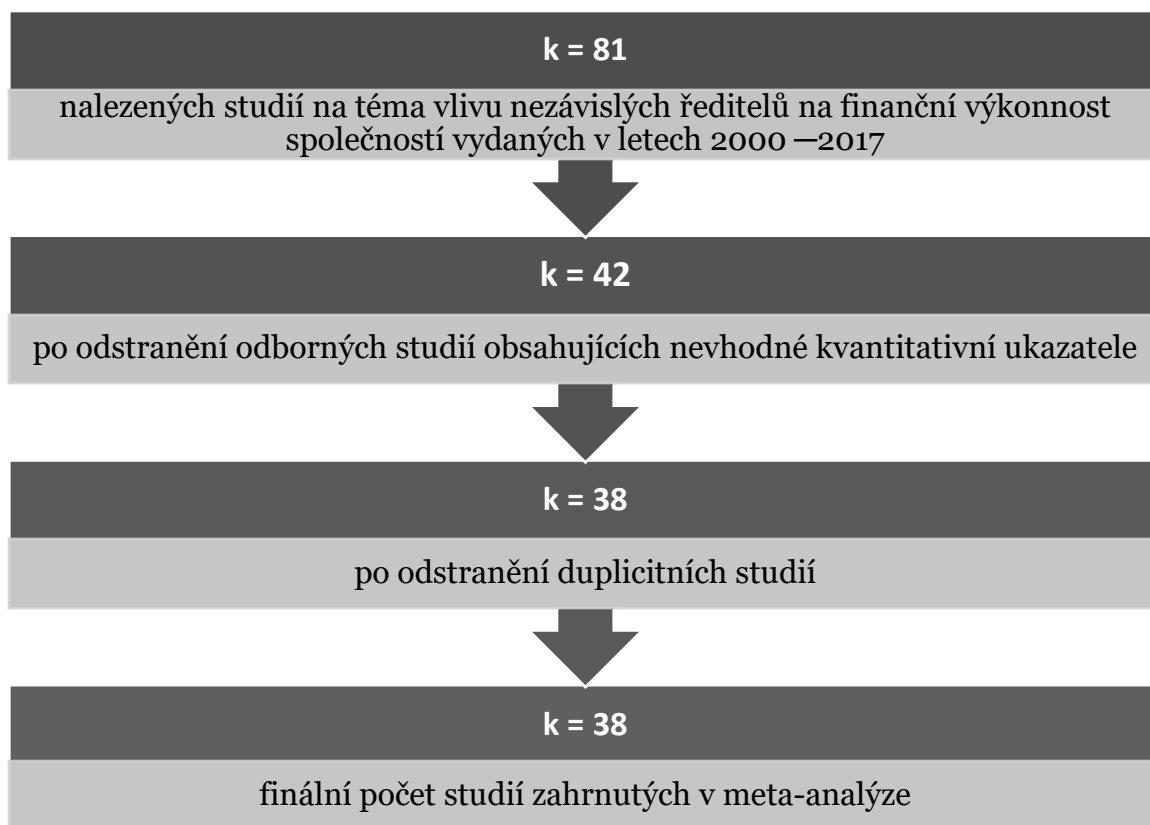
Po důsledné rešerši následovala selekce jednotlivých studií. Prvním krokem bylo odstranění duplicitních studií. Následně musely mít všechny studie použitelné pro meta-analýzu kvantitativní vyjádření závislosti přítomnosti nezávislých ředitelů na finanční výkonnosti společnosti. Tato závislost musela být vyjádřena pomocí Pearsonova korelačního koeficientu. Mnoho studií nezkoumalo jenom vliv přítomnosti nezávislých



ředitelů na finanční výkonnost. Často se tyto studie věnovaly více faktorům (např. velikost správního orgánu, poměr žen anebo věk členů), které mají vliv nejen na finanční výsledky. Byly tedy vybrány jen studie, kde se byl oddělen korelační koeficient právě pro vztah nezávislí ředitelé vs. finanční výkonnost.

Pro vyjádření finanční výkonnosti společnosti byly brány v úvahu pouze ukazatele ROA, ROE a Tobinovo Q – tyto ukazatele patří mezi nejpoužívanější ukazatele finanční výkonnosti a zároveň se řadí mezi relativně objektivní. Celý proces selekce je zobrazen v Graf 1.

**Graf 1 – Popis procesu selekce studií**



*Zdroj: vlastní zpracování.*

## 2.4 Definice proměnných

V následující kapitole budou popsány jednotlivé proměnné vstupující do výpočtu.

### 2.4.1 Měření finanční výkonnosti podniku

Pro měření finanční výkonnosti podniku byly vybrány celkem tři proměnné – účetní ukazatele rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) a tržní Tobinovo Q. Rentabilita aktiv (ROA) se vypočítá jako poměr zisku před zdaněním a sumou celkových aktiv. Některé studie braly dokonce v potaz jen provozní zisk, aby se předešlo zkreslení (Matsuoka et al., 2016).

$$(1) \quad ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

Druhou proměnnou měřící proměnnou je rentabilita vlastního kapitálu (ROE). Ta je vypočítaná jako poměr čistého zisku ku vlastnímu kapitálu. Pathan et al. (2007) pro výpočet ROE ale použili zisk před zdaněním a odpisy, aby předešli vlivu zdanění a odpisové politiky podniku.

$$(2) \quad ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Poslední proměnnou pro měření finanční výkonnosti je Tobinovo Q. Tento ukazatel je často využíván právě proto, aby se předešlo zkresleným finančním výsledkům podniku, neboť zisk může být snadno zmanipulovatelný ze strany managementu. Tobinovo Q je finanční ukazatel výkonnosti založen na očekávání trhu. Čili – pokud investoři očekávají, že podnik bude prosperovat, cena akcií vzroste. Proto se očekává, že mezi finanční výkonností a Tobinovo Q je pozitivní vztah, zároveň to tak ale být nemusí (Shiah-Hou & Cheng, 2012).

$$(3) \quad \text{Tobinovo } Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

, kde

- MVE – tržní hodnota běžných akcií
- PS – likvidační hodnota prioritních akcií
- DEBT – rozdíl mezi krátkodobými aktivy podniku a krátkodobými závazky a dlouhodobým dluhem společnosti
- TA – účetní hodnota celkových aktiv společnosti.

#### **2.4.2 Přítomnost nezávislých ředitelů**

Přítomnost nezávislých ředitelů byla vypočítána procentuálně, jako poměr počtu nezávislých ředitelů vůči celkovému počtu členů správního orgánu.

#### **2.4.3 Moderující proměnné**

Pro kvalitnější analýzu byly přidány následující proměnné:

1. Klasifikace zemí původu studie na rozvojové a rozvinuté – Tato proměnná byla určena na základě klasifikace Organizace spojených národů (OSN). Ta dělí jednotlivé země na rozvojové (DC) a vyspělé (DEV) země. U rozvojových zemí se předpokládá, že je v nich nižší životní úroveň, vzdělanost, příjmy a vyšší populační růst a také úmrtnost (United Nations, 2013). Jak ale vyplývá z teorie, tak je v těchto zemích vyšší míra korupce a klientelismu a společnosti mají velmi koncentrované vlastnictví. Dá se tedy předpokládat, že přítomnost nezávislého člena může mít pozitivní dopady na finanční výkonnost, protože tento ředitel může hájit i zájmy minoritních akcionářů a může zabránit právě nevýhodným smlouvám. Jejich přítomnost také zvyšuje důvěryhodnost společnosti a může přilákat zahraniční investory.
2. Klasifikace zemí původu studie podle výše příjmů – Dále byla použita klasifikace Světové banky, která jednotlivé země dělí na země s vyššími příjmy (HI) a nižšími příjmy (LI). Toto rozdělení se počítá pomocí metodiky HDP na obyvatele (World Bank, 2017).

## 2.5 Stanovení hypotéz

Na základě cíle meta-analýzy byly stanoveny následující hypotézy. Tradiční nulová hypotéza nepředpokládá vztah mezi měřenými proměnnými:

*H<sub>0</sub>: Mezi přítomností nezávislých ředitelů a finanční výkonnosti podniků neexistuje žádný vztah.*

Jelikož ale regulace předpokládají, že přítomnost nezávislých ředitelů má pozitivní účinky na fungování společností, bude stanovena další hypotéza, která předpokládá i pozitivní vliv na finanční ukazatele:

*H<sub>1</sub>: Vyšší zastoupení nezávislých ředitelů ve správním orgánu pozitivně ovlivňuje finanční výkonnost podniku.*

Následně je hypotéza H<sub>1</sub> upravena podle ostatních proměnných. Pro interpretaci finanční výkonnosti byly brány v potaz ukazatele založené na účetních výsledcích (ROA/ROE) a tržních hodnotách (Tobinovo Q). Účetní výkazy se však dají poměrně snadno „zmanipulovat“ ze strany společností, proto budeme předpokládat, že u těchto ukazatelů bude pozitivnější vztah s přítomností nezávislých ředitelů, kteří na management dohlíží. Tržní ukazatelé naopak nemohou být tak snadno ovlivněny, takže se dá předpokládat, že přítomnost nezávislých ředitelů na ně nebude mít takový dopad.

*H<sub>1</sub>–A: Vyšší zastoupení nezávislých ředitelů ve správním orgánu pozitivněji ovlivňuje finanční výkonnost podniku z pohledu účetních ukazatelů než těch tržních.*

Jelikož je často v rozvojových zemích vysoká míra korupce, můžeme předpokládat, že u těchto zemí budeme pozorovat silnější vliv přítomnosti nezávislých ředitelů na finanční výkonnost než u zemí rozvinutých právě z toho důvodu, že nezávislí ředitelé budou jakýmsi „dozorem“ nad hospodařením společnosti a tím budou podporovat její ekonomický růst. Naopak v rozvinutých zemích už je vybudována silná legislativní základna, která jasně stanovuje pravomoci a sankce pro členy správních orgánů, takže přítomnost nezávislého ředitele může mít neutrální dopad.

*H<sub>1</sub>–B: Vyšší zastoupení nezávislých ředitelů ve správním orgánu pozitivněji ovlivňuje finanční výkonnost podniků u rozvíjejících se zemí než u zemí rozvinutých.*

## 2.6 Postup analýzy

Následně jsou popsány jednotlivé postupy analýzy.

### 2.6.1 Meta-analýza

Meta-analýza v této studii byla zpracována pomocí softwaru Comprehensive Meta-Analysis v. 3.0 (CMA; Biostat, USA). Postup této analýzy byl následující:

1. Data pro velikost účinku (effect size) byly následující: Pearsonův korelační koeficient ( $r$ ) a velikost vzorku ( $N$ ). Tyto proměnné byly zjištěny pro každou studii přítomnou v meta-analýze.
2. Pomocí CMA jsem převedla v rámci normalizace  $r$  na (Fischerovo)  $z$ -skóre. U studií s více ukazateli finanční výkonnosti došlo ke kombinaci  $r$  a výsledkem bylo jedno  $z$ -skóre pro každou studii. Následně jsem tyto výsledky převedla zpátky na výsledné  $r$ .
3. Každá velikost účinku ( $z$ -skóre) bylo váženo pomocí metodou inverzního rozptylu (tj. váhou každého účinku je obrácená hodnota rozptylu každé studie v rámci vzorku).
4. Celková střední hodnota vážené velikosti účinku všech studií je spočítaná podle modelu náhodných efektů, jelikož nepřijímáme předpoklad, že by skutečný účinek byl stejný napříč všemi studiemi. Proto pomocí modelu náhodných efektů hledáme střední hodnotu velikosti účinku daného souboru.
5. Výsledné  $r$  bylo vypočítáno jako součet všech  $r$  jednotlivých studií (vyjádřeno jako  $z$ -skóre) a následně vyděleno sumou vah.

Podmínkou pro agregaci velikostí účinku z jednotlivých studií je jejich homogenita. To znamená, že jednotlivé velikosti účinku mají až na náhodné odchylky společný průměr. Tento předpoklad byl otestován pomocí Q-statistiky, která měří kumulativně odchylku velikostí účinku (ES) od společného průměru a následného  $I^2$  indexu:

$$Q = \sum w_i (ES_i - \overline{ES})^2$$

$$I^2 = 100\% * \frac{Q - df}{Q}$$

, kde

- $df = k - 1$
- $k$  – počet studií.

Index  $I^2$  kvantifikuje variabilitu velikostí účinku vůči reálné rozdílnosti v mezi jednotlivými studiemi. Tato variabilita se dá definovat jako nízká (do 25%), střední (kolem 50%) a vysoká (nad 75%) heterogenita studií.

### 2.6.2 Publikační zkreslení

Odborné časopisy během svých schvalovacích procesů často upřednostňují studie, které mají statisticky významnější výsledky. Toto zkreslení může ovlivnit výsledky meta-analýzy, jelikož zdrojem jsou právě odborné časopisy. Publikační zkreslení bylo zkoumáno pomocí metod v CMA:

1. Fail Safe-N – tento ukazatel říká, kolik statisticky nevýznamných studií je potřeba, aby byl zvrácen závěr meta-analýzy, tj. aby byl výsledkem meta-analýzy nevýznamný průměrný účinek. Obecně platí, že čím vyšší je tato hodnota, tím lepší, jelikož je potřeba více studií. Výpočet je následující:

$$Fail\ Safe - N = \frac{(\sum z_i)^2 - kz_\alpha^2}{z_\alpha^2}$$

, kde

- $z_i$  – z-skóre jednotlivých studií
  - $z_\alpha$  – kritická hodnota z-skóre
  - $k$  – počet studií.
2. Trychtýřový graf (funnel plot) – Tato grafická metoda ukazuje na ose y preciznost studie pomocí směrodatné chyby (standard error) a na ose x z-skóre. Předpokladem je, že studie v trychtýřovém grafu budou symetrické a nebudou vzdálené od středu.
  3. Eggerova regresní a Begg-Mazmudarův korelační test. Eggerův regresní test slouží k detekci publikačního zkreslení tím, že odhaduje stupeň asymetrie trychtýřového grafu, kdy v rovnici lineární regrese je  $\alpha$  průsečík (intercept) s osou y a čím více se liší od nuly, tím větší je přítomnost publikačního zkreslení (Egger et al., 1997). Begg-Mazmudarův korelační test zkoumá vztah mezi velikostí vzorku a jeho velikostí účinku. Předpokladem tohoto publikačního zkreslení je to, že větší studie budou zveřejněny nezávisle na výsledku, a naopak u menších studií bude jejich výsledek statisticky významný. Begg-Mazmudarův korelační test funguje na základě Kendallova testu, kdy:
    - Kendall's Tau = 1 – malé studie mají významné výsledky,
    - Kendall's Tau = -1 – velké studie mají významné výsledky. (Begg & Mazumdar, 1994)

### 2.6.3 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti říká, jak moc se změní výsledky analýzy, změní-li se nějaký aspekt dat nebo analýzy. Pro tuto meta-studii byla využita metoda One-study removed – tj. jak se změní výsledek, pokud se odstraní jedna studie ve vzorku. Opakem může být kumulativní analýza, která ukazuje, jak se mění výsledek postupným přidáváním studií, kdy tyto studie jsou seřazeny od nejmenší po největší.

### 2.6.4 Analýza moderujících proměnných

Moderující proměnná je taková proměnná, jejíž změna je spojována se změnou velikosti účinku. V rámci této analýzy byly zkoumány jednotlivé vlivy moderujících proměnných na změnu celkového výsledku, což znamená, že analýza byla provedena pro každou moderující proměnnou zvlášť a výsledky byly porovnány navzájem, aby se zjistilo, zda daná proměnná má na výsledek nějaký výrazný vliv.

## 3 Výsledky

### 3.1 Popisná statistika vzorku studií

V meta-analýze bylo zahrnuto celkem 38 studií s celkem 53 velikostmi účinku. Průměrná velikost pozorování u jedné studie byla 1 312, z toho 423 firem. Průměrná velikost správního orgánu byla 9-10 členů (konkrétně 9,4), což koresponduje i s výsledky studií v teoretické části. Průměrně bylo ve správním orgánu 40 % nezávislých ředitelů. Průměrná délka doby, za kterou jednotlivé studie sbíraly data je necelých 5 let. Tyto údaje přehledně shrnuje tabulka 2.

**Tabulka 2 - Popisná statistika zkoumaného souboru**

Průměrný počet pozorování	1 312
Průměrný počet firem	423
Průměrná velikost správního orgánu	9,4
Průměrné % nezávislých ředitelů	39,2 %
Průměrná délka období sběru dat	4,9

*Zdroj: vlastní zpracování.*

Finanční výkonnost byla měřena pomocí ukazatele rentability aktiv (ROA) u 19 z nich, rentabilita vlastního kapitálu (ROE) u 8 studií a Tobinovo Q u 10 studií. Důležité je zdůraznit, že některé studie pozorovaly více ukazatelů finanční výkonnosti a vždy byly vybrány všechny, které byly v souladu s definicí této práce a pro další postupy byla brána jejich střední hodnota. Z rozvinutých (DEV) zemí bylo zastoupeno celkem 16 studií a ze zemí rozvíjejících (DC) pak 22 studií. Z pohledu analýzy HDP na obyvatele bylo v meta-analýze celkem 33 studií ze zemí v kategorii „vyšších příjmů“ (HI) a jen 5 studií z kategorie „nižších příjmů“ (LI). Shrnutí popisné statistiky je v tabulce 3.

**Tabulka 3 - Popisná statistika – moderující proměnné**

		<b>k studies</b>	<b>(% of 38)</b>
Finanční ukazatel výkonnosti	ROA	28	74 %
	ROE	14	37 %
	TobinQ	11	29 %
Rozvojová/rozvinutá země	DC	22	58 %
	DEV	16	42 %
GNI	HI	33	87 %
	LI	5	13 %

*Zdroj: vlastní zpracování.*

Tabulka 4 ukazuje jednotlivé studie a jejich parametry, které byly použity v této meta-analýze.

**Tabulka 4 - Data a studie použité pro meta-analýzu**

#	Autor	Období	Země	DEV/DC	GNI	%ID	Measure	STD	%ID	r	N	Počet firem	Board
1	Adams & Jiang (2016)	1999-2012	UK	DEV	HI	>50%	ROA	0,070	0,590	0,310	1168	92	7,57
1	Adams & Jiang (2016)	1999-2012	UK	DEV	HI	>50%	ROE	0,150	0,590	0,200	1168	92	7,57
2	Arosa de la Torre et al. (2010)	2006	Španělsko	DEV	HI	<50%	ROA	-	0,375	-0,022	369	369	5,00
3	Bhabra & Li (2011)	2001-2003	Čína	DC	HI	<50%	ROA	0,042	0,216	-0,017	513	160	9,05
3	Bhabra & Li (2011)	2001-2003	Čína	DC	HI	<50%	TobinQ	0,657	0,216	-0,080	513	160	9,05
4	Cavaco et al. (2014)	2006-2011	Francie	DEV	HI	<50%	ROA	0,050	0,480	-0,008	625	102	13,13
4	Cavaco et al. (2014)	2006-2011	Francie	DEV	HI	<50%	ROE	0,130	0,480	-0,033	625	102	13,13
5	Colpan & Yoshikawa (2012)	1997-2007	Japonsko	DEV	HI	>50%	ROA	1,000	0,930	-0,010	1663	153	13,25
6	Crespí-Cladera & Pascual-Fuster (2014)	2004-2009	Španělsko	DEV	HI	<50%	ROA	0,179	0,181	0,264	752	135	11,04
7	Desender et al. (2011)	2006-2011	Japonsko	DEV	HI	<50%	ROA	0,140	0,281	0,050	6823	2151	18,38
8	Filatotchev et al. (2005)	1999	Tajvan	DC	HI	<50%	ROA	0,420	0,230	0,070	228	228	-
9	Gul & Leung (2004)	1996	Hong Kong	DC	HI	<50%	ROE	0,170	0,350	-0,085	385	385	-
10	Hsu et al. (2012)	2006-2011	Tajvan	DC	HI	<50%	ROA	0,108	0,121	0,230	4229	704	-
11	Chang & Lieu (2016)	2001-2011	Tajvan	DC	HI	<50%	ROE	0,153	0,257	0,089	6633	603	7,11
12	Cho & Kim (2007)	1999	Korea	DC	HI	<50%	ROA	0,386	0,462	0,050	516	516	-
13	Joseph et al. (2014)	1981-2007	USA	DEV	HI	<50%	ROA	0,320	0,307	-0,022	2,918	222	14,133
14	Kallamu (2016)	2007-2011	Malajsie	DC	HI	<50%	ROA	0,019	0,481	-0,007	185	37	-
14	Kallamu (2016)	2007-2011	Malajsie	DC	HI	<50%	TobinQ	0,004	0,481	-0,167	185	37	-
15	Kiel & Nicholson (2003)	1996-1998	Austrálie	DEV	HI	>50%	ROA	0,350	0,637	0,023	1044	348	6,58
15	Kiel & Nicholson (2003)	1996-1998	Austrálie	DEV	HI	>50%	TobinQ	0,350	0,637	-0,179	1044	348	6,58
16	Koerniadi & Tourani-Rad (2012)	2004-2006	Nový Zéland	DEV	HI	>50%	ROA	0,119	0,590	-0,166	546	182	6,17
16	Koerniadi & Tourani-Rad (2012)	2004-2006	Nový Zéland	DEV	HI	>50%	ROE	0,214	0,590	-0,191	546	182	6,17

#	Autor	Období	Země	DEV/DC	GNI	%ID	Measure	STD	%ID	r	N	Počet firem	Board
16	Koerniadi & Tourani-Rad (2012)	2004-2006	Nový Zéland	DEV	HI	>50%	TobinQ	0,013	0,590	-0,105	546	182	6,17
17	Kumar & Singh (2012)	2008	Indie	DC	LI	>50%	TobinQ	0,825	0,504	-0,023	157	157	10,92
18	J.-H. Lee et al. (2012)	2006	Korea	DC	HI	<50%	ROA	0,048	0,192	0,020	125	125	-
19	Li & Xu (2014)	2007-2012	Čína	DC	HI	<50%	ROA	0,199	0,367	0,050	199	55	-
20	Lin & Chang (2014)	2011-2012	Tajvan	DC	HI	<50%	ROA	-	0,281	0,015	236	236	6,99
20	Lin & Chang (2014)	2011-2012	Tajvan	DC	HI	<50%	ROE	-	0,281	0,025	236	236	6,99
21	Luan & Tang (2007)	1997-2002	Tajvan	DC	HI	<50%	ROE	0,410	0,210	0,141	259	50	-
22	Mahadeo et al. (2012)	2007	Mauricius	DC	HI	<50%	ROA	-	0,280	-0,277	39	39	9,60
23	Maseda et al. (2015)	2006	Španělsko	DEV	HI	<50%	ROA	0,075	0,370	-0,010	341	341	5,10
24	Masulis et al. (2012)	1998-2006	USA	DEV	HI	>50%	ROA	0,093	0,671	-0,127	9979	979	9,51
24	Masulis et al. (2012)	1998-2006	USA	DEV	HI	>50%	TobinQ	0,013	0,671	0,049	9979	979	9,51
25	Napoli (2012)	2006-2008	Italy	DEV	HI	<50%	ROA	0,087	0,396	0,061	561	187	-
26	Pathan & Faf (2013b)	1997-2011	USA	DEV	HI	>50%	ROA	0,018	0,709	-0,200	2652	136	12,68
26	Pathan & Faf (2013b)	1997-2011	USA	DEV	HI	>50%	ROE	0,146	0,709	-0,160	2652	136	12,68
26	Pathan & Faf (2013b)	1997-2011	USA	DEV	HI	>50%	TobinQ	0,070	0,709	-0,210	2652	136	12,68
27	Pathan et al. (2007)	1999-2003	Thajsko	DC	HI	<50%	ROA	0,060	0,240	0,018	64	13	11,41
27	Pathan et al. (2007)	1999-2003	Thajsko	DC	HI	<50%	ROE	0,018	0,240	0,055	64	13	11,41
28	Peng (2004)	1992-1996	Čína	DC	HI	<50%	ROE	0,150	0,110	0,020	1211	405	-
29	Prabowo & Simpson (2011)	2003	Indonésie	DC	LI	<50%	ROA	0,080	0,370	-0,122	152	152	4,36
30	Rashid et al. (2010)	2005-2009	Bangladéš	DC	LI	<50%	ROA	0,132	0,265	0,144	274	90	7,00
30	Rashid et al. (2010)	2005-2009	Bangladéš	DC	LI	<50%	TobinQ	0,769	0,265	0,418	274	90	7,00
31	Shah et al. (2009)	2003-2007	Pákistán	DC	LI		ROE	-	-	0,023	654	120	7,32
32	Srivastava (2015)	2008-2009	Indie	DC	LI	>50%	TobinQ	0,014	0,504	0,081	164	164	-
33	Sur et al. (2013)	2005-2006	USA	DEV	HI	<50%	ROA	0,023	0,273	0,060	1487	1487	-
34	Terjesen et al. (2016)	2010	WW (47 zemí)	DEV	HI	>50%	ROA	0,110	0,573	0,034	3876	3876	9,54
34	Terjesen et al. (2016)	2010	WW (47 zemí)	DEV	HI	>50%	TobinQ	0,340	0,573	0,119	3876	3876	9,54
35	Tian & Lau (2001)	1997	Čína	DC	HI	<50%	ROA	0,200	0,240	-0,010	207	207	10,13



#	Autor	Období	Země	DEV/DC	GNI	%ID	Measure	STD	%ID	r	N	Počet firem	Board
35	Tian & Lau (2001)	1997	Čína	DC	HI	<50%	ROE	0,200	0,240	0,070	207	207	10,13
36	Volonté (2015)	2008	Švýcarsko	DEV	HI	>50%	TobinQ	0,012	0,740	-0,285	197	197	-
37	D. L. Wang & Liang (2012)	2010	Čína	DC	HI	<50%	ROE	0,059	0,368	0,014	568	568	-
38	Yoo & Sung (2015)	1998-2005	Korea	DC	HI	<50%	ROE	0,168	0,365	-0,039	763	100	-

*\*DEV - rozvojová země, DC – rozvinutá; GNI: HI - vysoké příjmy/ LI - nízké příjmy země podle HDP na obyvatele; STFD směrodatná odchylka počtu nezávislých ředitelů, %ID poměr nezávislých ředitelů, r - korelační koeficient, N - počet pozorování, Board - střední hodnota velikosti správního orgánu*

## 3.2

### 3.2 Výsledky meta-analýzy

Při analýze heterogenity byly zjištěny hodnoty Q-statistiky 39,13. Při Qdf = 37 vychází index  $I^2 = 5,45$ . Tím nám vychází velmi nízká míra heterogenity.

Obrázek 12 ukazuje už celkové výsledky meta-analýzy. Correlation ukazuje hodnoty  $r$  pro jednotlivé studie. Sloupeček Outcome ukazuje jednotlivé ukazatele měření finanční výkonnosti, kdy Combined ukazuje na kombinaci více ukazatelů s vyjádřením střední hodnoty všech  $r$ . Sloupec Z-Value je už vypočítané z-skóre jednotlivých studií.

Celková korelace této meta-analýzy je 0,018 a při 95 % intervalu spolehlivosti je interval (-0,020; 0,057). Zároveň nesmí být opomenuta hodnota p-value (0,347). Tato hodnota je mnohonásobně vyšší než běžně používaná hranice 0,05 (popř. 0,10). Dá se tedy říci, že díky této p-value nemůžeme považovat výsledky analýzy za statisticky významné.

**Obrázek 12 - Výsledky meta-analýzy**

Model	Study name	Outcome	Statistics for each study					Correlation and 95% CI				
			Correlation	Lower limit	Upper limit	Z-Value	p-Value	-1,00	-0,50	0,00	0,50	1,00
	Adams & Arosa de la	Combined ROA	0,256	0,201	0,309	8,930	0,000					
	Bhabra & Li	Combined	-0,022	-0,124	0,080	-0,421	0,674					
	Cavaco et	Combined	-0,049	-0,135	0,038	-1,097	0,273					
	Colpan &	ROA	-0,021	-0,099	0,058	-0,511	0,609					
	Crespi-Cla	ROA	-0,010	-0,058	0,038	-0,407	0,684					
	Desender	ROA	0,264	0,196	0,329	7,400	0,000					
	Filatotchev	ROA	0,050	0,026	0,074	4,133	0,000					
	Gul & Leun	ROA	0,070	-0,060	0,198	1,052	0,293					
	Hsu &	ROE	-0,085	-0,183	0,015	-1,665	0,096					
	Chang &	ROA	0,230	0,201	0,258	15,224	0,000					
	Cho & Kim	ROE	0,089	0,065	0,113	7,266	0,000					
	Joseph et	ROA	0,050	-0,036	0,136	1,133	0,257					
	Kallamu	ROA	-0,022	-0,058	0,014	-1,188	0,235					
	Kiel &	Combined	-0,088	-0,229	0,057	-1,184	0,236					
	Koemiadi &	Combined	-0,079	-0,139	-0,018	-2,548	0,011					
	Kumar &	TobinQ	-0,154	-0,235	-0,071	-3,622	0,000					
	Lee et al.	ROA	-0,023	-0,179	0,134	-0,285	0,775					
	Li & Xu	ROA	0,020	-0,156	0,195	0,221	0,825					
	Lin &	ROA	0,050	-0,090	0,188	0,701	0,484					
	Luang &	Combined	0,020	-0,108	0,147	0,305	0,760					
	Mahadeo	ROE	0,141	0,019	0,258	2,271	0,023					
	Masulis	ROA	-0,277	-0,545	0,042	-1,707	0,088					
	Maseda et	ROA	-0,010	-0,116	0,096	-0,184	0,854					
	Masulis	Combined	-0,039	-0,059	-0,020	-3,928	0,000					
	Napoli	ROA	0,061	-0,022	0,143	1,443	0,149					
	Pathan &	Combined	0,061	-0,022	0,143	1,443	0,149					
	Pathan et	Combined	-0,190	-0,227	-0,153	-9,904	0,000					
	Peng	ROA	0,037	-0,211	0,280	0,285	0,775					
	Prabowo &	ROE	0,020	-0,036	0,076	0,695	0,487					
	Rashid et	ROA	-0,122	-0,276	0,038	-1,497	0,134					
	Shah et al.	Combined	0,287	0,174	0,392	4,859	0,000					
	Srivastava	ROE	0,023	-0,054	0,099	0,587	0,557					
	Sur et al.	TobinQ	0,081	-0,073	0,231	1,030	0,303					
	Terjesen et	ROA	0,060	0,009	0,110	2,314	0,021					
	Tian & Lau	Combined	0,077	0,045	0,108	4,779	0,000					
	Volonté	ROA	0,030	-0,107	0,166	0,429	0,668					
	Wang &	TobinQ	-0,285	-0,409	-0,151	-4,083	0,000					
	Yoo & Sung	ROE	0,014	-0,068	0,096	0,333	0,739					
	Random	ROE	-0,039	-0,110	0,032	-1,076	0,282					
			0,018	-0,020	0,057	0,940	0,347					

*Zdroj: vlastní zpracování.*

### 3.3 Analýza publikačního zkreslení

Obrázek 13 ukazuje analýzu fail-safe N.

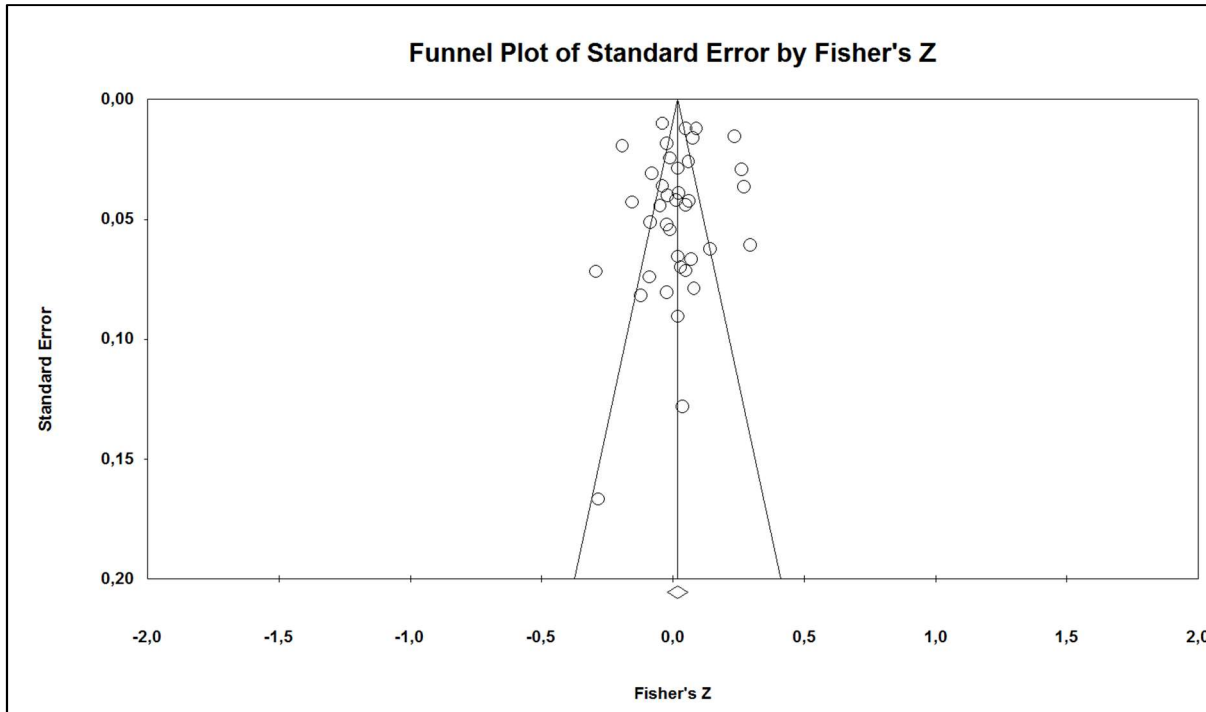
**Obrázek 13 - Analýza Fail-safe N**

Classic fail-safe N	
Z-value for observed studies	4,88009
P-value for observed studies	0,00000
Alpha	0,05000
Tails	2,00000
Z for alpha	1,95996
Number of observed studies	38,00000
Number of missing studies that would bring p-value to > alpha	198,00000

*Zdroj: vlastní zpracování.*

Jak jde vidět, tak by bylo potřeba 198 studií, které by vyvrátily závěr studie. Obrázek 14 pak ukazuje trychtýřový graf publikačního zkreslení.

**Obrázek 14 - Publikační zkreslení – funnel plot**



*Zdroj: vlastní zpracování.*

Směrodatná chyba (standard error) na vertikální ose ukazuje celkovou váženou střední hodnotu velikosti účinku. V horní polovině grafu se tedy nachází studie, které měly největší váhu při výpočtu. Dá se říci, že studie s největší váhou jsou symetrické a následně je menší převaha u těch s negativní korelací, ale na druhou stranu ty pozitivní jsou více odchýlené. Můžeme shrnout, že podle tohoto grafu nedochází k výraznému publikačnímu zkreslení, neboť se jednotlivé studie pohybovaly jak záporně, tak kladně a zároveň jsou rozprostřeny podél celého „trychtýře“.

Hodnota průsečíku Eggerova regresního testu vyšla -0,534, ale při  $p = 0,635$ , takže nemůžeme tuto hodnotu brát jako významnou. To samé platí i pro Begg-Mazumdarův korelační test, kde Kendall's Tau = -0,055 ( $p = 0,624$ ). Zároveň jsou tyto hodnoty nevýznamné, tudíž můžeme vyloučit, že by u této meta-analýzy docházelo k výraznému publikačnímu zkreslení.

### 3.4 Analýza citlivosti

Následující Obrázek 15 a Obrázek 16 ukazují výsledky analýzy citlivosti. Obrázek 15 ukazuje výsledky kumulativní analýzy, kdy byly jednotlivé studie seřazeny podle roku vydání. Z grafu jde vidět, že kumulativní velikost výsledného  $r$  se postupně ustálila a nedošlo k velkým výkyvům. Největší výkyv měla v počátku studie Gul & Leung (2004). následně se pak odchýlovala kumulativní „křivka“ spíše do kladných hodnot.

**Obrázek 15 - Kumulativní analýza**

Model	Study name	Outcome	Time point	Cumulative statistics					Cumulative correlation (95% CI)				
				Point	Lower limit	Upper limit	Z-Value	p-Value	-0,250	-0,125	0,000	0,125	0,250
	Tian & Lau	Combined	2001	0,030	-0,107	0,166	0,429	0,668					
	Kiel &	Combined	2003	-0,043	-0,142	0,058	-0,827	0,408					
	Gul & Leun	ROE	2004	-0,065	-0,117	-0,012	-2,425	0,015					
	Peng	ROE	2004	-0,032	-0,095	0,031	-0,987	0,323					
	Filatovchev	ROA	2005	-0,018	-0,078	0,042	-0,585	0,558					
	Luang &	ROE	2007	0,006	-0,061	0,073	0,178	0,859					
	Pathan et	Combined	2007	0,007	-0,056	0,070	0,216	0,829					
	Shah et al.	ROE	2009	0,008	-0,045	0,061	0,292	0,770					
	Arosa de la	ROA	2010	0,003	-0,043	0,050	0,145	0,884					
	Rashid et	Combined	2010	0,036	-0,029	0,102	1,095	0,274					
	Bhabra & Li	Combined	2011	0,027	-0,032	0,087	0,897	0,370					
	Desender	ROA	2011	0,028	-0,020	0,076	1,138	0,255					
	Prabowo &	ROA	2011	0,020	-0,027	0,068	0,843	0,399					
	Colpan &	ROA	2012	0,017	-0,025	0,059	0,785	0,433					
	Hsu &	ROA	2012	0,037	-0,027	0,100	1,137	0,256					
	Koerniadi &	Combined	2012	0,024	-0,040	0,087	0,737	0,461					
	Kumar &	TobinQ	2012	0,022	-0,040	0,083	0,687	0,492					
	Lee et al.	ROA	2012	0,022	-0,038	0,081	0,704	0,481					
	Mahadeo	ROA	2012	0,015	-0,045	0,074	0,484	0,628					
	Masulis	Combined	2012	0,012	-0,043	0,067	0,423	0,672					
	Napoli	ROA	2012	0,015	-0,038	0,067	0,540	0,589					
	Wang &	ROE	2012	0,015	-0,036	0,065	0,564	0,573					
	Pathan &	Combined	2013	0,003	-0,051	0,058	0,115	0,909					
	Sur et al.	ROA	2013	0,006	-0,046	0,058	0,227	0,820					
	Cavaco et	Combined	2014	0,005	-0,045	0,055	0,192	0,848					
	Crespi-Cla	ROA	2014	0,016	-0,035	0,067	0,614	0,539					
	Cho & Kim	ROA	2014	0,017	-0,032	0,067	0,686	0,493					
	Joseph et	ROA	2014	0,016	-0,031	0,063	0,666	0,505					
	Li & Xu	ROA	2014	0,017	-0,029	0,063	0,723	0,470					
	Lin &	Combined	2014	0,017	-0,028	0,062	0,742	0,458					
	Maseda et	ROA	2015	0,016	-0,028	0,060	0,721	0,471					
	Srivastava	TobinQ	2015	0,018	-0,026	0,061	0,808	0,419					
	Volonté	TobinQ	2015	0,010	-0,034	0,053	0,431	0,667					
	Yoo & Sung	ROE	2015	0,008	-0,034	0,050	0,370	0,711					
	Adams &	Combined	2016	0,016	-0,027	0,059	0,722	0,470					
	Chang &	ROE	2016	0,019	-0,022	0,060	0,900	0,368					
	Kallamu	Combined	2016	0,016	-0,024	0,057	0,792	0,428					
	Terjesen et	Combined	2016	0,018	-0,020	0,057	0,940	0,347					
	Random			0,018	-0,020	0,057	0,940	0,347					

*Zdroj: vlastní zpracování.*

Obrázek 16 ukazuje, jak by se změnila výsledná korelace při odstranění jedné studie. Výsledná korelace je ve sloupci Point. Jak jde vidět, žádná studie neovlivňuje výsledek natolik, aby její odstranění mělo za následek statisticky významnou změnu výsledku. To můžeme vyzkoušet i v grafickém zobrazení, které ukazuje, jak moc by se vychýlila výsledná hodnota. Zajímavé je, že odebrání jakékoli studie by tak i tak znamenalo výslednou kladnou hodnotu, nejvýše  $r = 0,026$ .

**Obrázek 16 - One-Study removed analýza**

Model	Study name	Outcome	Statistics with study removed					Correlation (95% CI) with study removed				
			Point	Lower limit	Upper limit	Z-Value	p-Value	-1,00	-0,50	0,00	0,50	1,00
	Adams &	Combined	0,011	-0,027	0,049	0,580	0,562			+		
	Arosa de la	ROA	0,020	-0,020	0,059	0,978	0,328			+		
	Bhabra & Li	Combined	0,020	-0,019	0,059	1,019	0,308			+		
	Cavaco et	Combined	0,020	-0,020	0,059	0,976	0,329			+		
	Colpan &	ROA	0,019	-0,020	0,059	0,951	0,342			+		
	Crespí-Cla	ROA	0,011	-0,027	0,049	0,571	0,568			+		
	Desender	ROA	0,017	-0,025	0,058	0,798	0,425			+		
	Filatovchev	ROA	0,017	-0,022	0,056	0,863	0,388			+		
	Gul & Leun	ROE	0,021	-0,018	0,060	1,069	0,285			+		
	Hsu &	ROA	0,012	-0,022	0,047	0,689	0,491			+		
	Chang &	ROE	0,016	-0,025	0,057	0,758	0,448			+		
	Cho & Kim	ROA	0,018	-0,022	0,057	0,874	0,382			+		
	Joseph et	ROA	0,020	-0,020	0,059	0,961	0,337			+		
	Kallamu	Combined	0,021	-0,018	0,060	1,050	0,294			+		
	Kiel &	Combined	0,021	-0,018	0,060	1,075	0,282			+		
	Koerniadi &	Combined	0,024	-0,015	0,062	1,193	0,233			+		
	Kumar &	TobinQ	0,019	-0,020	0,058	0,972	0,331			+		
	Lee et al.	ROA	0,018	-0,021	0,057	0,927	0,354			+		
	Li & Xu	ROA	0,018	-0,021	0,057	0,889	0,374			+		
	Lin &	Combined	0,018	-0,021	0,057	0,923	0,356			+		
	Luang &	ROE	0,015	-0,024	0,054	0,772	0,440			+		
	Mahadeo	ROA	0,021	-0,017	0,060	1,088	0,277			+		
	Maseda et	ROA	0,019	-0,020	0,058	0,961	0,337			+		
	Masulis	Combined	0,020	-0,020	0,061	0,969	0,332			+		
	Napoli	ROA	0,017	-0,022	0,056	0,857	0,391			+		
	Pathan &	Combined	0,026	-0,009	0,062	1,447	0,148			+		
	Pathan et	Combined	0,018	-0,021	0,057	0,919	0,358			+		
	Peng	ROE	0,018	-0,021	0,058	0,907	0,364			+		
	Prebowo &	ROA	0,021	-0,017	0,060	1,081	0,280			+		
	Rashid et	Combined	0,012	-0,027	0,050	0,587	0,557			+		
	Shah et al.	ROE	0,018	-0,021	0,058	0,910	0,363			+		
	Srivastava	TobinQ	0,017	-0,022	0,056	0,859	0,391			+		
	Sur et al.	ROA	0,017	-0,023	0,057	0,842	0,400			+		
	Terjesen et	Combined	0,016	-0,024	0,057	0,792	0,428			+		
	Tian & Lau	Combined	0,018	-0,021	0,057	0,912	0,362			+		
	Volonté	TobinQ	0,026	-0,013	0,064	1,313	0,189			+		
	Wang &	ROE	0,019	-0,021	0,058	0,925	0,355			+		
	Yoo & Sung	ROE	0,020	-0,019	0,059	1,005	0,315			+		
	Random		0,018	-0,020	0,057	0,940	0,347			+		

*Zdroj: vlastní zpracování.*

### 3.5 Analýza moderujících proměnných

Tabulka 5 ukazuje výsledky analýzy z pohledu moderujících proměnných. Pro srovnání účetních ukazatelů a tržních ukazatelů nám vychází, že Tobinovo Q, jakožto zástupce tržního ukazatele má negativní korelaci ( $r = -0,034$ ) s přítomností nezávislých ředitelů ve správním orgánu. Naopak účetní ukazatele tuto korelaci vykazují kladně ( $r = 0,022$ ). Analýza z pohledu moderující proměnné GNI nemá statisticky žádný význam, neboť počet studií low-income je velmi nízký v poměru k celkovému počtu ( $k = 5,13\%$ ), každopádně u zemí s vyššími příjmy byla korelace velmi nízká ( $r = 0,019$ ), naopak u zemí s nižšími příjmy už je vysoká ( $r = 0,101$ ). Rozvinuté země (DEV) vykázaly nulovou korelaci, ale země rozvíjející (DC) už kladnou ( $r = 0,017$ ). Opět ale nesmí být opomenuta vysoká hodnota p-value ( $0,512$ ), která ukazuje na statistickou nevýznamnost výsledku.

Tabulka 5 - Analýza moderujících proměnných

		k studies	(% of 38)	r	95 % CI	p-value
Finanční ukazatel výkonnosti	ROA	28	74 %	0,022	(-0,034; 0,077)	0,440
	ROE	14	37 %	0,006	(-0,062; 0,075)	0,858
	TobinQ	11	29 %	-0,034	(-0,129; 0,061)	0,486
	ROA + ROE	35	95 %	0,022	(-0,021; 0,066)	0,317
Rozvojová/rozvinutá země	DC	22	58 %	0,017	(-0,035; 0,070)	0,512
	DEV	16	42 %	-0,000	(-0,064; 0,063)	0,997
GNI	HI	33	87 %	0,019	(-0,023; 0,061)	0,366
	LI	5	13 %	0,101	(-0,035; 0,234)	0,146

Zdroj: vlastní zpracování.

### 3.6 Vyhodnocení hypotéz

V hypotéze H1 jsme naopak předpokládali, že vztah mezi přítomností nezávislých ředitelů a finanční výkonností bude pozitivní. Tuto hypotézu zamítáme, kvůli vysokému p-value ( $0,347$ ) a navíc také nevýznamnému  $r$  ( $0,018$ ).

V dalších hypotézách H1A a H1B jsme se už věnovali jednotlivým výsledkům z pohledu popisných proměnných. V H1A jsme předpokládali, že u tržních ukazatelů bude menší vliv přítomnosti nezávislých ředitelů než u ukazatelů účetních. Tobinovo Q ( $r = -0,034$ ,  $p = 0,486$ ) opravdu ukázalo nižší hodnotu než ROA a ROE dohromady ( $r = 0,022$ ,  $p = 0,317$ ). Zároveň jsou však výsledky statisticky nevýznamné. Hypotézu zamítáme.

Poslední hypotéza H1B se věnovala vztahu rozvinutosti země a finanční výkonnosti. Vyspělé země ( $r = -0,000$ ,  $p = 0,997$ ) měly opravdu nižší korelační koeficient než země rozvíjející ( $r = 0,017$ ,  $p = 0,512$ ). Na druhou stranu se opět jedná o statisticky nevýznamné výsledky, takže hypotézu také zamítáme.

V posledním případě jsme zahrnuli do analýzy moderující proměnné – země s vyššími a nižšími příjmy. Země s nižšími příjmy měly  $r = 0,101$  při relativně nízkém  $p = 0,146$  oproti zemím s vyššími příjmy ( $r = 0,019$ ,  $p = 0,366$ ). Na druhou stranu LI zemí bylo velmi málo ( $13\%$ ), proto nemůžeme vyvodit žádné závěry.

## 4 Diskuze

Nezávislí ředitelé jsou stále žhavé téma správy společností. Jejich nejpoužívanější definicí je, že to jsou členové správního orgánu, kteří nemají vůči společnosti žádné materiální vazby. Některé studie je ještě odlišují od spřízněných ředitelů, kteří mohou mít nějaké neoficiální vazby na společnost. Jelikož je jejich přítomnost vyžadována hned několika regulacemi, vyvolávají bouřlivé diskuze. Jednou z nich je, jestli jejich přítomnost má nějaký dopad na finanční výkonnost.

A právě cílem této studie bylo zjištění, jestli existuje vztah mezi přítomností nezávislých ředitelů ve správním orgánu a finanční výkonnosti společnosti pomocí meta-analytických technik. Data v této studii se skládala ze 38 studií (celkem 53 velikostí účinku) vydaných po roce 2000. Výsledkem bylo zjištění, že i když má přítomnost nezávislých členů správního orgánu pozitivní vliv na finanční výkonnost podniku, je tento dopad velice malý a statisticky nevýznamný ( $r = 0,018$ ;  $p = 0,347$ ). Tyto výsledky jsou však hodně podobné s poslední meta-analýzou vydanou na stejné téma Rhoades et al. (2000), kdy výsledkem byla korelace ve výši 0,04 vůči ROA, což je také statisticky nevýznamný výsledek.

K měření finanční výkonnosti v této studii byly využity účetní ukazatele rentability aktiv (ROA) a rentability vlastního kapitálu (ROE), ale také ukazatel tržní hodnoty (Tobinovo Q). I tyto ukazatele byly pak meta-analyticky zanalyzovány samostatně, kdy tržní ukazatele ukázaly statisticky nevýznamné výsledky. I přes nevýznamnost výsledků byly naznačeny pozitivní korelace, ale naopak Tobinovo Q vykázalo negativní korelaci vůči přítomnosti nezávislých ředitelů – také statisticky nevýznamnou. Toto zjištění může ukazovat, že ukazatele rentability jsou snadněji ovlivnitelné ze strany společnosti, kdežto Tobinovo Q je tržním ukazatelem, který už ukazuje hodnotu, jak ji vnímá trh.

Dalším výstupem je zjištění, jak moc přítomnost nezávislých ředitelů ovlivňuje finanční výkonnost v rozvojových a rozvinutých zemích. V rozvinutých zemích byl tento dopad nulový, a tudíž rostoucí podíl přítomnosti nezávislého ředitele nemá žádný dopad na finanční výsledky. Tato přítomnost je ale vyžadována investory a regulátory a zvyšuje důvěru a transparentnost, která v této studii nebyla zohledňována. U rozvojových zemí byl vztah přítomnosti nezávislých ředitelů a finančních výsledků pozitivní. To by se dalo vysvětlit tím, že nezávislí ředitelé v těchto zemích, ve kterých jsou často špatně nastavené regulace správy společnosti a často jsou ovládány vysokou mírou korupce, slouží skutečně jako monitorovací orgán a zlepšují finanční výsledky. Na druhou stranu je pro tyto země charakteristický ekonomický růst a v posledních letech došlo k rozmachu globalizace, takže za lepší finanční výsledky může i lepší management.

Účinnost nezávislých ředitelů ale samozřejmě nemusí záviset jen na jejich přítomnosti ve správním orgánu. Jak prokázalo pár studií, mohou za to i další efekty. Mezi tyto efekty patří třeba i jestli jsou ve správním orgánu ve většině Bhagat & Black (1999) a jestli danému správnímu orgánu předsedá CEO (Platt & Platt, 2012). Dále se můžeme zabývat i vyjednávací silou CEO, která určuje, jak bude správní orgán rozhodovat.

Nesmíme ani opomenout samotnou osobu nezávislého ředitele. Záleží na tom, jaká je jeho minulost a jaké má zkušenosti (Dass et al., 2013).

Dalším důležitým krokem je i velikost správního orgánu, kdy velké správní orgány mohou být neefektivní, neboť se mění jejich chování z proaktivních na reaktivní (Vafeas, 1999). V neposlední řadě bychom měli pozorovat, jaké kontrolní mechanismy jsou pro efektivitu správního orgánu nastaveny (Millet-Reyes & Zhao, 2010).

#### **4.1 Omezení výzkumu a doporučení pro budoucí výzkum**

Tato analýza s sebou nese i jistá omezení. Prvním z nich by mohlo být malý počet studií ( $k = 38$ ) zahrnutých do meta-analýzy. Každopádně meta-analýza provedena Rhoades et al. (2000) měla zahrnutých jen 12 studií a výsledky vyšly obdobně - pozitivně, ale statisticky bezvýznamné.

Další omezení je, že pouze u 29 % studií ( $k = 11$ ) byla finanční výkonnost měřena pomocí Tobinova Q. Vzhledem k tomu, že tato proměnná vykazovala negativní vztah k přítomnosti negativních ředitelů, dá se předpokládat, že by větší zastoupení mohlo pozměnit výsledky.

Dalším omezením by mohlo být to, že do meta-analýzy vstoupily jen studie, které měly k dispozici Personův korelační koeficient. Pro další meta-analýzy na stejné téma tedy doporučuji zohlednění i výsledků regresní analýzy. V tomto případě by se v současné době zvýšil počet studií zahrnutých v meta-analýze na dvojnásobek.

V této studii byly zohledněny pouze výsledky publikovaných studií. Tím se může docházet k publikačnímu zkreslení. Na druhou stranu výsledky publikačního zkreslení vyšly v této analýze velmi dobře a výsledky studií byly rozptýleny relativně symetricky. Zároveň se můžeme pochlubit nízkou mírou heterogenity ( $I^2 = 5,45$ ).

Pro určení váhy velikosti účinku bylo využito N pozorování v každé studii. To může vést k určitému zkreslení, neboť některé studie mohou mít velký vzorek pozorování, ale ty menší mohou být zpracovány pečlivěji. Navíc N bylo pro součet všech pozorování v jednotlivých odvětvích. Pokud měla nějaká studie pokrytou delší dobu pozorování, tak měla i vyšší N. Tím nám vzniká předpoklad lineárního průběhu. To jsme sice částečně omezili využitím náhodného modelu, pro příští studie však doporučuji zohlednění i dalších faktorů - např. impact faktor časopisu anebo jiné statistické veličiny.

Studie použité v této meta-analýze pocházejí z různých zemí s různými právními systémy a modely správních orgánů. V některých zemích (např. USA) je přítomnost nezávislých ředitelů povinná a někdy se vyžaduje, aby nezávislí ředitelé měli majoritní podíl. Největší rozdíly ale budou vznikat mezi jednoúrovňovým a dvouúrovňovým modelem. V jednoúrovňových modelech se nachází pouze jeden správní orgán a ten odpovídá za všechna rozhodnutí. Zatímco vnitřní ředitelé jsou v tomto správním orgánu obhájci zájmů společnosti a jejich stakeholderů, vnější a nezávislí ředitelé slouží k podpoře těchto rozhodnutí a přinášejí objektivitu. U dvouúrovňových modelů jsou v představenstvu často jen exekutivní členové a nezávislí členové se nachází



v dozorčích radách. Tyto dozorčí rady jsou spíše jen monitorovacím orgánem, který nemůže vydávat velké rozhodnutí a jednou z mála pravomocí je často jen možnost odvolání exekutivního člena představenstva. Pro příští výzkum doporučuji tento faktor zohlednit, neboť ve dvouúrovňovém modelu nemusí mít nezávislí ředitelé v dozorčích radách téměř žádný vliv na finanční výkonnost podniku a tím mohou zkreslovat výsledky.

V neposlední řadě je potřeba zmínit, že i přesto, že jsem se snažila zamezit duplikaci studií, tak nemůžu jednoznačně prohlásit, že některé vzorky nebyly duplicitní. Mnoho studií v této meta-analýze shánělo data z veřejných databází nebo žebříčků a tím mohlo dojít k překrytí výsledků, které mohly zkreslit celkovou hodnotu.

## Závěr

Cílem této diplomové práce bylo porozumění základních principů správy společnosti a vlivu nezávislých ředitelů a následně prakticky pomocí meta-analýzy prověřit vztah přítomnosti nezávislých ředitelů ve správních orgánech a finanční výkonnosti společnosti.

V první teoretické části byly shrnuty právě poznatky o základních principech správy společnosti. Následně byla provedena důkladná rešerše na téma nezávislých ředitelů, kdy jsem shrnula jednotlivé definice a názory a také jednotlivé vlivy nezávislých ředitelů na fungování společnosti – ať už z pohledu finanční výkonnosti, tak také i dalších dopadů.

V praktické části pak byla provedená samotná meta-analýza. Prvně došlo k definování jednotlivých postupů a následně byly vysvětleny výstupy, které jsem získala pomocí softwaru Comprehensive Meta-Analysis. Celkem do analýzy vstoupilo 38 studií, s celkem 53 velikostí účinku. Vyhodnocení finanční výkonnosti bylo provedeno pomocí ukazatelů ROA, ROE a Tobinovo Q. Výsledná hodnota byla  $r = 0,018$  při  $p\text{-value} = 0,347$ . Tato hodnota ukazuje sice malý pozitivní vliv přítomnosti nezávislých ředitelů na finanční výkonnost podniku, každopádně se nejedná o statisticky významnou hodnotu.

I když ukázal výsledek meta-analýzy nepatrný pozitivní dopad přítomnosti nezávislých ředitelů, je potřeba zohlednit limitace analýzy. Tato analýza byla provedena pomocí korelačních koeficientů a velikostí jednotlivých vzorků studií, a tudíž nezohlednila další statistické ukazatele. Dále je potřeba brát tyto výsledky s rezervou, neboť jak ukázala teoretická rešerše, tak jejich přítomnost není jediným faktorem, jak mohou ovlivnit finanční výsledky společnosti.

## Seznam obrázků

Obrázek 1 - Stakeholdeři společnosti .....	9
Obrázek 2 - Vývoj složení investorů 1945–2014.....	11
Obrázek 3 Modely správních orgánů .....	13
Obrázek 4 - Vývoj složení správního orgánu .....	17
Obrázek 5 - Nezávislí ředitelé v Japonsku .....	19
Obrázek 6 - Tobinovo Q a velikost správního orgánu .....	26
Obrázek 7 - CEO jako jediný závislý ředitel .....	27
Obrázek 8 - Efektivita správy společnosti a počet nezávislých ředitelů.....	28
Obrázek 9 - CEO jako nezávislý ředitel.....	31
Obrázek 10 - Smrt CEO a dopad na cenu akcií .....	33
Obrázek 11 - Rodinné firmy, nezávislí ředitelé a Tobinovo Q .....	34
Obrázek 12 - Výsledky meta-analýzy .....	46
Obrázek 13 - Analýza Fail-safe N .....	47
Obrázek 14 - Publikační zkreslení – funnel plot.....	47
Obrázek 15 - Kumulativní analýza .....	48
Obrázek 16 - One-Study removed analýza .....	49

## Seznam tabulek

Tabulka 1 - Kritéria řešerše .....	36
Tabulka 2 - Popisná statistika zkoumaného souboru.....	42
Tabulka 3 - Popisná statistika – moderující proměnné .....	42
Tabulka 4 - Data a studie použité pro meta-analýzu.....	43
Tabulka 5 - Analýza moderujících proměnných .....	50

## Použité zdroje

- [1] Adams, M., & Jiang, W. (2016). Do outside directors influence the financial performance of risk-trading firms? Evidence from the United Kingdom (UK) insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 64, 36–51.
- [2] Adams, R. B., & Ferreira, D. (2008). Do directors perform for pay? *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 154–171.
- [3] Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.
- [4] Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377.
- [5] Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M., & Rupp, D. E. (2006). Corporate governance and social responsibility: A comparative analysis of the UK and the US. *Corporate Governance: An International Review*, 14(3), 147–158.
- [6] Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137–197.
- [7] Ahmed, E. (2007). Earnings management and board activity: an additional evidence. *Review of Accounting & Finance; Patrington*, 6(1), 42. <https://doi.org/http://dx.doi.org.zdroje.vse.cz/10.1108/14757700710725458>
- [8] Ammann, M., Leuenberger, M., & von Wyss, H. (2005). Eigenschaften von Verwaltungsräten und Unternehmensperformance. *Swiss Journal of Economics and Statistics (SJES)*, 141(I), 1–22.
- [9] Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315–342.
- [10] Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301–1328.
- [11] Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative science quarterly*, 49(2), 209–237.
- [12] Andersona, R., Durub, A., & Reebc, D. (2008). Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the US. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 205–222.
- [13] Arosa de la Torre, B., Jainaga, T. I., & Garcia, A. M. (2010). Board Composition And Firm Performance In Spanish Non-Listed Firms.
- [14] Baker, M., & Gompers, P. A. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 569–598.
- [15] Barrett, A. (2017, duben 6). Age Diversity Within Boards of Directors of the S&P 500 Companies. Získáno 15. listopad 2017, z <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/06/age-diversity-within-boards-of-directors-of-the-sp-500-companies/#2>

- [16] Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*, 443–465.
- [17] Begg, C. B., & Mazumdar, M. (1994). Operating Characteristics of a Rank Correlation Test for Publication Bias. *Biometrics*, 50(4), 1088–1101. <https://doi.org/10.2307/2533446>
- [18] Bhabra, H. S., & Li, T. (2011). Independent directors and corporate performance: Evidence from listed firms in China. *Corporate Ownership and Control*, 8(3), 46.
- [19] Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 921–963.
- [20] Block, D., & Gerstner, A.-M. (2016). One-tier vs. two-tier board structure: A comparison between the United States and Germany.
- [21] Bocharova, I. Y. (2014). Benchmarking Corporate Governance for Emerging Markets. *Aktual'ni Problemy Ekonomiky = Actual Problems in Economics*; Kiev, (158), 113–121.
- [22] Bosch, H., & Cassidy, J. (1994). *Corporate practices and conduct*. Deakin University.
- [23] Boundless. (2016). Business Stakeholders: Internal and External. *Boundless*. Získáno z [/accounting/textbooks/boundless-accounting-textbook/introduction-to-accounting-1/overview-of-key-elements-of-the-business-19/business-stakeholders-internal-and-external-117-6595/](https://accounting/textbooks/boundless-accounting-textbook/introduction-to-accounting-1/overview-of-key-elements-of-the-business-19/business-stakeholders-internal-and-external-117-6595/)
- [24] Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of corporate finance*, 16(4), 533–553.
- [25] Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403–423.
- [26] Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of financial Economics*, 35(3), 371–390.
- [27] Brudney, V. (1982). The Independent Director: Heavenly City or Potemkin Village? *Harvard Law Review*, 95(3), 597–659. <https://doi.org/10.2307/1340594>
- [28] Burkart, M., Miglietta, S., & Ostergaard, C. (2017). Why Do Boards Exist? Governance Design in the Absence of Corporate Law. Získáno z [https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2902617](https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=2902617)
- [29] Byrd, D. T., & Mizruchi, M. S. (2005). Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms. *Journal of corporate finance*, 11(1), 129–173.
- [30] Byun, H., & Kim, T.-H. (2013). Principal-Principal Agency Problem and Shareholder Activism. In *Academy of Management Proceedings* (Roč. 2013, s. 14840). Academy of Management. Získáno z <http://proceedings.aom.org/content/2013/1/14840.short>
- [31] Cadbury, A. (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance* (Roč. 1). Gee.

- [32] Cavaco, S., Crifo, P., Reberlioux, A., & Roudaut, G. (2014). Independent directors: less informed, but better selected? New evidence from a two-way director-firm fixed effect model.
- [33] Clarke, D. C. (2007). Three concepts of the independent director. *Del. J. Corp. L.*, 32, 73.
- [34] Coffee Jr, J. C. (2005). A theory of corporate scandals: Why the USA and Europe differ. *Oxford review of economic policy*, 21(2), 198–211.
- [35] Cohen, L., Frazzini, A., & Malloy, C. J. (2012). Hiring Cheerleaders: Board Appointments of „Independent“ Directors. *Management Science; Linthicum*, 58(6), 1039–1058.
- [36] Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of financial economics*, 87(2), 329–356.
- [37] Colombo, J. (2012). The South Sea Bubble |. Získáno z <http://www.thebubblebubble.com/south-sea-bubble/>
- [38] Colpan, A. M., & Yoshikawa, T. (2012). Performance sensitivity of executive pay: the role of foreign investors and affiliated directors in Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(6), 547–561.
- [39] Combs, J. G., Ketchen, D. J., Perryman, A. A., & Donahue, M. S. (2007). The moderating effect of CEO power on the board composition–firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 44(8), 1299–1323.
- [40] Combs, J., & Ketchen, D. (2017, květen 16). The Downside of Independent Boards. *Wall Street Journal*. Získáno z <https://www.wsj.com/articles/the-downside-of-independent-boards-1494943693>
- [41] Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371–406.
- [42] Crespi-Cladera, R., & Pascual-Fuster, B. (2014). Does the independence of independent directors matter? *Journal of corporate finance*, 28, 116–134.
- [43] Dah, M., Frye, M., & Hurst, M. (2017, červenec 10). How Sarbanes-Oxley Affects Board Changes and CEO Turnover. Získáno 16. listopad 2017, z <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2017/07/10/how-sarbanes-oxley-affects-board-changes-and-ceo-turnover/>
- [44] Darmadi, S. (2014). Does Board Size Matters? New Evidence from a Two-Tier Board System. *Malaysian Accounting Review*, 13(1), 45–73.
- [45] Dass, N., Kini, O., Nanda, V., Onal, B., & Wang, J. (2013). Board expertise: Do directors from related industries help bridge the information gap? *The Review of Financial Studies*, 27(5), 1533–1592.
- [46] Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- [47] Desender, K., Aguilera, R. V., Crespi, R., Spain, C. C. V. K., & Lamy, M. L.-P. (2011). *Foreign ownership and corporate governance patterns: The board-auditor relationship in Japan*. University of Illinois at Urbana-Champaign, Champaign, IL.

- [48] Di Pietra, R., Grambovas, C. A., Raonic, I., & Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies. *Journal of Management & Governance*, 12(1), 73–91.
- [49] Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65–91.
- [50] Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269–4277.
- [51] Egger, M., Smith, G. D., Schneider, M., & Minder, C. (1997). Bias in meta-analysis detected by a simple, graphical test. *BMJ : British Medical Journal; London*, 315(7109).  
<https://doi.org/http://dx.doi.org.zdroje.vse.cz/10.1136/bmj.315.7109.629>
- [52] Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.  
<https://doi.org/10.5465/AMR.1989.4279003>
- [53] Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance: An international review*, 11(2), 102–111.
- [54] European Commission. (2017). Corporate governance - European Commission. Získáno 7. říjen 2017, z [http://ec.europa.eu/justice/civil/company-law/corporate-governance/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/civil/company-law/corporate-governance/index_en.htm)
- [55] Faleye, O., Mehrotra, V., & Morck, R. (2006). When labor has a voice in corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 41(3), 489–510.
- [56] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301–325.
- [57] Fauver, L., & Fuerst, M. E. (2006). Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 673–710.
- [58] Fedorek, T. (2003). Lines of inquiry on board candidates. *Directors & Boards*, 27(3), 51–53.
- [59] Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of finance*, 58(3), 1087–1111.
- [60] Fich, E. M. (2005). Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by Fortune 1000 firms. *The Journal of Business*, 78(5), 1943–1972.
- [61] Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of finance*, 61(2), 689–724.
- [62] Filatotchev, I., Lien, Y.-C., & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22(3), 257–283.



- [63] Firstenberg, P. B., & Malkiel, B. G. (1980). Why corporate boards need independent directors. *Management Review*, 69(4), 26–38.
- [64] FocusEconomics. (2016). Tulip Mania: The 17th Century Dutch Tulip & Bulb Market Bubble. Získáno z <http://www.focus-economics.com/blog/tulip-mania-dutch-market-bubble>
- [65] Gantenbein, P., & Volonté, C. (2011). *Boards: Independent and Committed Directors?* WWZ Discussion Paper. Získáno z <https://www.econstor.eu/handle/10419/123422>
- [66] Garba, T., & Abubakar, B. A. (2014). Corporate board diversity and financial performance of insurance companies in Nigeria: An application of panel data approach. *Asian Economic and Financial Review*, 4(2), 257.
- [67] Gibney, A. (2005). *Enron: The Smartest Guys in the Room*. Magnolia Pictures.
- [68] Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2008). Do politically connected boards affect firm value? *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360.
- [69] Gordon, J. N. (2006). The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices. *Stan. L. Rev.*, 59, 1465.
- [70] Gugler, K., Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2003). The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries. *The Economic Journal*, 113(491), F511–F539.
- [71] Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351–379. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2004.07.001>
- [72] Gupta, A., Otley, D., & Young, S. (2008). Does superior firm performance lead to higher quality outside directorships? *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(7), 907. <https://doi.org/10.1108/09513570810907410>
- [73] Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of management*, 35(6), 1404–1427.
- [74] Hiura, T., & Ishikawa, J. (2016). Corporate Governance in Japan: Board Membership and Beyond. Získáno 16. listopad 2017, z [http://www.bain.com/offices/tokyo/en\\_us/publications/articles/corporate-governance-in-japan-board-membership-and-beyond-tokyo.aspx](http://www.bain.com/offices/tokyo/en_us/publications/articles/corporate-governance-in-japan-board-membership-and-beyond-tokyo.aspx)
- [75] Hoitash, U. (2011). Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board? *Journal of Business Ethics*, 99(3), 399–423.
- [76] Horváth, R., & Spirollari, P. (2012). Do the board of directors' characteristics influence firm's performance? The US evidence. *Prague economic papers*, 4, 470–486.
- [77] Hsu, W.-H. L., Wang, G. Y., & Hsu, Y.-P. (2012). Testing mediator and moderator effects of Independent director on firm performance. *International Journal of Mathematical models and methods in applied sciences*, 6(5), 698–705.

- [78] Hwang, B.-H., & Kim, S. (2009). It pays to have friends. *Journal of financial economics*, 93(1), 138–158.
- [79] Chang, Y., & Lieu, P.-T. (2016). Independent Director, Executives Compensation and Corporate Performance-Correcting Self-Selection Bias by Matching Methods. *International Journal of Economics and Finance*, 8(8), 156.
- [80] Cheffins, B. R. (2011). The history of corporate governance. Získáno z [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1975404](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404)
- [81] Cho, D.-S., & Kim, J. (2007). Outside directors, ownership structure and firm profitability in Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 239–250.
- [82] ICFJ - International Center for Journalists. (2017). Types of boards of directors. Získáno 14. srpen 2017, z <http://www.icfj.org/resources/who%E2%80%99s-running-company-guide-reporting-corporate-governance/types-boards-directors>
- [83] Investopedia. (2017). Získáno z <http://www.investopedia.com/>
- [84] Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- [85] Jinsong, T., Minyi, L. I., Wenjing, L. I., Heng, Z., Jianlin, W. U., & Yu, L. (2007). An analysis of the characteristics of Chinese listed companies' independent director system. *Frontiers of Business Research in China*, 1(3), 456–481.
- [86] Joseph, J., Ocasio, W., & McDonnell, M.-H. (2014). The structural elaboration of board independence: Executive power, institutional logics, and the adoption of CEO-only board structures in US corporate governance. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1834–1858.
- [87] JPX. (2017). JPX – Corporate Governance. Získáno 7. říjen 2017, z <http://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/co-governance/>
- [88] Kallamu, B. S. (2016). Ownership Structure, independent directors and firm performance. *Journal of Social and Administrative Sciences*, 3(1), 17.
- [89] Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189–205.
- [90] Kiel, G. C., Nicholson, G. J., & Tunny, J. (2012). *Directors at work: a practical guide for directors*. Thomson Reuters. Získáno z <http://eprints.qut.edu.au/57692/>
- [91] Kishore, K. (2017). Independent Directors and Corporate Governance: A Comparative Study of Indian and UK Provisions. *IUP Journal of Corporate Governance*, 16(1), 27.
- [92] Koerniadi, H., & Tourani-Rad, A. (2012). Does board independence matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 6(2), 3.
- [93] Komise pro cenné papíry. (2001). Kodex správy a řízení společností. Ministerstvo financí ČR. Získáno z [www.mfcr.cz/cs/archiv/transformacni](http://www.mfcr.cz/cs/archiv/transformacni)

- institute/agenda-byvaleho-fnm/sprava-majetku/kodex-spravy-a-rizeni-spolecnosti-corpor/kodex-spravy-a-rizeni-spolecnosti-zaloze-14620
- [94] Kroszner, R. S., & Strahan, P. E. (2001). Bankers on boards:: monitoring, conflicts of interest, and lender liability. *Journal of financial Economics*, 62(3), 415–452.
- [95] Kúdelková, M. (2006). Corporate Governance - Správa a řízení společností | MPO. Získáno 3. září 2017, z <https://www.mpo.cz/dokument2566.html>
- [96] Kumar, N., & Singh, J. P. (2012). Outside directors, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4(2), 39.
- [97] Langevoort, D. C. (2006). Beyond “independent” directors: A functional approach to board independence. *Harvard Law Review*, 119(3), 1553–1575.
- [98] Lee, J. (2006). Family firm performance: Further evidence. *Family business review*, 19(2), 103–114.
- [99] Lee, J.-H., Choi, C., & Kim, J. M. (2012). Outside directors’ social capital and firm performance: a complex network approach. *Social Behavior and Personality: an international journal*, 40(8), 1319–1331.
- [100] Lee, P.-C. (2015). Problems of Implementing Audit Committee and Supervisory Board Simultaneously in China. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(4), 509–528. <https://doi.org/10.1177/0148558X15587649>
- [101] Li, W., & Xu, J. (2014). Board independence, CEO succession and the scope of strategic change: Empirical research on the effectiveness of independent directors. *Nankai Business Review International*, 5(3), 309–325.
- [102] Liao, T.-L., Yu, M.-T., & Huang, C.-J. (2011). Independent directors and the long-run performance of IPOs. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(4), 137.
- [103] Lin, T., & Chang, M. (2014). Impact of an independent director system on a board of directors and the system’s relation to corporate performance: Case study of listed companies in Taiwan. *Investment Management and Financial Innovations*, 11(1), 56–69.
- [104] Luan, C.-J., & Tang, M.-J. (2007). Where is independent director efficacy? *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 636–643.
- [105] Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T., & Hanuman, V. O. (2012). Board composition and financial performance: Uncovering the effects of diversity in an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 105(3), 375–388.
- [106] Maseda, A., Iturralde, T., & Arosa, B. (2015). Impact of Outsiders on Firm Performance over Different Generations of Family-Owned SMEs. *Journal of Small Business Management*, 53(4), 1203–1218.
- [107] Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527–554.
- [108] Matsuoka, H., Manabe, K., & others. (2016). Influence of Outside Directors on Performance of Japanese Companies. *Abstract of Business Strategy and Social Sciences*, 5. Získáno z <https://ideas.repec.org/a/pkp/aobsss/2016p33vol5.html>

- [109] McNamara, C. (2017). All About Boards of Directors (For-Profit and Nonprofit). Získáno 13. srpna 2017, z <http://managementhelp.org/boards/index.htm#anchor579041>
- [110] Millet-Reyes, B., & Zhao, R. (2010). A Comparison Between One-Tier and Two-Tier Board Structures in France. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(3), 279–310.
- [111] Milliken, F. J., & Martins, L. L. (1996). Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups. *The Academy of Management Review*, 21(2), 402–433. <https://doi.org/10.2307/258667>
- [112] Mirvis, T. N., & Savitt, W. (2015). The Dangers of Independent Directors. *Del. J. Corp. L.*, 40, 481.
- [113] Morck, R. K. (2007). *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers*. University of Chicago Press. Získáno z [https://www.google.com/books?hl=cs&lr=&id=X6knIE-47BAC&oi=fnd&pg=PR9&dq=+A+history+of+corporate+governance+around+the+world:+Family+business+groups+to+professional+managers&ots=b34gQSlp47&sig=MYM6JTJ6jbD2mBHSEV2Ms\\_p-VwY](https://www.google.com/books?hl=cs&lr=&id=X6knIE-47BAC&oi=fnd&pg=PR9&dq=+A+history+of+corporate+governance+around+the+world:+Family+business+groups+to+professional+managers&ots=b34gQSlp47&sig=MYM6JTJ6jbD2mBHSEV2Ms_p-VwY)
- [114] Napoli, F. (2012). Change in the outside directors on the board affects strategy and performance of family Small and medium enterprise (SME). *African Journal of Business Management*, 6(44), 10983.
- [115] NASDAQ. (2017). NASDAQ. Získáno 7. října 2017, z [http://nasdaq.cchwallstreet.com/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/chp\\_1\\_1/chp\\_1\\_1\\_4/chp\\_1\\_1\\_4\\_3/chp\\_1\\_1\\_4\\_3\\_8/default.asp](http://nasdaq.cchwallstreet.com/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/chp_1_1/chp_1_1_4/chp_1_1_4_3/chp_1_1_4_3_8/default.asp)
- [116] Ning, Y., Davidson, W. N., & Wang, J. (2010). Does Optimal Corporate Board Size Exist? An Empirical Analysis. *Journal of Applied Finance; Tampa*, 20(2), 57–69.
- [117] OECD. (2013). Board composition: Constraints and guidelines. In *Corporate Governance* (s. 47–60). Organisation for Economic Co-operation and Development. Získáno z <http://www.oecd-ilibrary.org/content/chapter/9789264200425-8-en>
- [118] OECD. (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance. Získáno 13. srpna 2017, z [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en)
- [119] OECD. (2017). About the OECD - OECD. Získáno 7. září 2017, z <http://www.oecd.org/about/>
- [120] Oman, C. P. (2001). Corporate governance and national development.
- [121] Pathan, S., & Faff, R. (2013a). Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1573–1589.
- [122] Pathan, S., & Faff, R. (2013b). Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1573–1589.
- [123] Pathan, S., Skully, M., & Wickramanayake, J. (2007). Board size, independence and performance: an analysis of Thai banks. *Asia-Pacific Financial Markets*, 14(3), 211–227.

- [124] Peng, M. W. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of management review*, 28(2), 275–296.
- [125] Peng, M. W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic management journal*, 25(5), 453–471.
- [126] Platt, H., & Platt, M. (2012). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65(8), 1139–1143.
- [127] Pletzer, J. L., Nikolova, R., Kedzior, K. K., & Voelpel, S. C. (2015). Does gender matter? Female representation on corporate boards and firm financial performance-A meta-analysis. *PloS one*, 10(6), e0130005.
- [128] Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471–517.
- [129] Pound, J. (1995). The promise of the governed corporation. *Harvard Business Review*, 73(2), 89–98.
- [130] Prabowo, M., & Simpson, J. (2011). Independent directors and firm performance in family controlled firms: evidence from Indonesia. *Asian-Pacific Economic Literature*, 25(1), 121–132.
- [131] Rashid, A., De Zoysa, A., Lodh, S., & Rudkin, K. (2010). Board composition and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 4(1), 76.
- [132] Rhoades, D. L., Rechner, P. L., & Sundaramurthy, C. (2000). Board composition and financial performance: A meta-analysis of the influence of outside directors. *Journal of Managerial issues*, 76–91.
- [133] Richard, O. C. (2000). Racial diversity, business strategy, and firm performance: A resource-based view. *Academy of management journal*, 43(2), 164–177.
- [134] Ro, S. (2015). Here's Who Owns The Stock Market. Získáno 14. listopad 2017, z <http://www.businessinsider.com/stock-market-ownership-2015-1>
- [135] Ryan, H. E., & Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497–524.
- [136] Segal, M. J., Karp, D. C., O'Brien, J., Shapiro, A. J., & Goldstein, J. L. (2014). Compensation Committee Guide. *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*. Získáno z <http://www.wlrk.com/docs/CompensationCommitteeGuide2016.pdf>
- [137] Shah, S. Z. A., Zafar, N., & Durrani, T. K. (2009). Board composition and earnings management an empirical evidence form Pakistani listed companies. *Middle eastern finance and economics*, 3(29), 30–44.
- [138] Sharma, V. D. (2004). Board of director characteristics, institutional ownership, and fraud: Evidence from Australia. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2), 105–117.
- [139] Shiah-Hou, S.-R., & Cheng, C.-W. (2012). Outside director experience, compensation, and performance. *Managerial Finance*, 38(10), 914–938.
- [140] Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5), 1829–1853.

- [141] Singh, H., & Harianto, F. (1989). Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. *Academy of Management Journal*, 32(1), 7–24.
- [142] Smith, N. (2017, říjen 12). Japan Inc. Scandals Build a Case for Corporate Reform. *Bloomberg.com*. Získáno z <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-10-12/japan-inc-scandals-build-a-case-for-corporate-reform>
- [143] SOX Help. (2003). Sarbanes-Oxley Act Summary and Introduction. Získáno 7. říjen 2017, z <http://www.soxlaw.com/introduction.htm>
- [144] Srivastava, N. K. (2015). Does governance structure have any effect on firm performance during the financial crisis: Evidence from selected Indian companies. *Journal of Strategy and Management*, 8(4), 368–383.
- [145] Sur, S., Lvina, E., & Magnan, M. (2013). Why do boards differ? Because owners do: Assessing ownership impact on board composition. *Corporate Governance: An International Review*, 21(4), 373–389.
- [146] Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 447–483.
- [147] The New York Stock Exchange. (2017). NYSE. Získáno 13. srpen 2017, z <https://www.nyse.com/index>
- [148] Tian, J. J., & Lau, C.-M. (2001). Board composition, leadership structure and performance in Chinese shareholding companies. *Asia Pacific Journal of Management*, 18(2), 245–263.
- [149] United Nations. (2013). Country classification. Získáno z [http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp\\_current/2014wesp\\_country\\_classification.pdf](http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2014wesp_country_classification.pdf)
- [150] Upadhyay, A., & Sriram, R. (2011). Board Size, Corporate Information Environment and Cost of Capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(9/10), 1238–1261. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02260.x>
- [151] U.S. Securities and Exchange Commission. (2002). Sarbanes-Oxley Act 2002. Získáno z <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>
- [152] Uzun, H., Szewczyk, S. H., & Varma, R. (2004). Board composition and corporate fraud. *Financial Analysts Journal*, 60(3), 33–43.
- [153] Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53(1), 113–142.
- [154] Volonté, C. (2015). Boards: Independent and committed directors? *International review of law and economics*, 41, 25–37.
- [155] Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of management review*, 15(3), 421–458.
- [156] Wang, C., Xie, F., & Zhu, M. (2015). Industry expertise of independent directors and board monitoring. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 929–962.

- [157] Wang, D. L., & Liang, P. J. (2012). Empirical Study on the Independent Director System Effectiveness on the Corporate Performance of Listed Companies in Shenzhen Stock Exchange. In *Advanced Materials Research* (Roč. 468, s. 1595–1598). Trans Tech Publ.
- [158] Watzlaff, R. H. (1971). The Bubble Act of 1720. *Abacus*, 7(1), 8–28. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1971.tb00391.x>
- [159] Westphal, J. D. (1998). Board Games: How CEOs Adapt to Increases in Structural Board Independence from Management. *Administrative Science Quarterly*, 43(3), 511–537.
- [160] World Bank. (2017). World Bank Country and Lending Groups – World Bank Data Help Desk. Získáno 8. říjen 2017, z <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>
- [161] Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185–211.
- [162] Yoo, T., & Sung, T. (2015). How outside directors facilitate corporate R&D investment? Evidence from large Korean firms. *Journal of Business Research*, 68(6), 1251–1260.
- [163] Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, Pub. L. No. 90/2012, Občanský zákoník (2012).
- [164] Zorn, M. L., Shropshire, C., Martin, J. A., Combs, J. G., & Ketchen, D. J. (2017). Home Alone: The Effects of Lone-Insider Boards on CEO Pay, Financial Misconduct, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*.