

Razvoj korporacijskega upravljanja v Sloveniji

Matej Lahovnik

e-pošta: matej.lahovnik@ef.uni-lj.si

Povzetek

Prispevek obravnava razvoj upravljanja v Sloveniji po spremembi družbenopolitičnega sistema v zadnjih tridesetih letih. Namen prispevka je prispevati k razumevanju dejavnikov, ki so vplivali na značilnosti upravljanja v Sloveniji. V prispevku prikazujemo tudi razvoj teorije upravljanja v svetu in ključne izzive za upravljanje podjetij v času po koronakrizi. Na razvoj upravljanja v prvem desetletju po osamosvojitvi leta 1991 je zelo vplivala specifična lastniška struktura, ki je izhajala iz načina lastninskega preoblikovanja podjetij. V drugem desetletju, pred finančno krizo leta 2008, so se zgodile pomembne institucionalne spremembe in lastniška konsolidacija. V tretjem desetletju, po vstopu v OECD leta 2012, pa prihaja do naravne institucionalne konvergence upravljanja podjetij z razvitimi državami, ki imajo daljšo tradicijo upravljanja. Podjetja, v katerih bodo organi upravljanja upoštevali dolgoročne interese ključnih udeležencev in jih vgrajevali v strateške odločitve, bodo uspešnejša od tistih, ki poudarjajo le kratkoročni interes delničarjev. Upoštevanje vseh ključnih udeležencev podjetja ni le moralni imperativ, temveč strateška nujnost v globalnem svetu, kjer konkurenčne prednosti temeljijo na znanju zaposlenih in razvoju strateških partnerstev.

Ključne besede: upravljanje, tranzicija, lastninenje, udeleženci, izzivi

1. Uvod

Problematika korporacijskega upravljanja je zelo aktualna v razvitih gospodarstvih, še posebej pa v posttranzicijskih, saj je prav obdobje koronakrize pokazalo, kako pomemben je trajnostni vidik upravljanja podjetja. V literaturi lahko najdemo različne poglede na odnos med upravljanjem in managementom, ki izhajajo iz ločitve teh dveh procesov, ko lastniki (principali) pooblastijo zastopnike (agente), da v njihovem imenu sprejemajo odločitve o poslovanju podjetja. Skupni imenovalec med delničarsko teorijo upravljanja in teorijo udeležencev je gotovo v predpostavki, da dolgoročni uravnotežen konkurenčni razvoj podjetja ni mogoč, ne da bi bili uresničeni interesi relevantnih udeležencev v podjetju. Je pa bistvena razlika v pogledu, kdo so relevantni udeleženci in kakšna naj bo prioriteta zadovoljevanja teh interesov. Praviloma vedno velja tudi določen kompromis med interesi udeležencev v podjetju. To se kaže že pri določitvi strateških ciljev podjetja.

Namen prispevka je spoznati in prispevati k razumevanju dejavnikov, ki so vplivali na značilnosti upravljanja v Sloveniji v zadnjih tridesetih letih. Cilji so predstaviti razvoj upravljanja v Sloveniji, glavne

značilnosti institucionalne ureditve z njenimi slabostmi v treh zaporednih obdobjih, predstaviti trende za prihodnost in predlagati nekaj izboljšav. Metoda analize prispevka je komparativna ter temelji na znanstveni deskripciji in sintezi različnih teoretičnih in empiričnih spoznanj. Prispevek je sestavljen iz treh delov. V prvem se osredotoča na razvoj teorije upravljanja v svetu v zadnjih petdesetih letih. Drugi del obravnava razvoj upravljanja v Sloveniji v času po spremembi družbenopolitičnega sistema, pri čemer razčlenjujemo ta proces na tri faze. Osredotočamo se na vpliv privatizacije, prevzemov podjetij, zakonodaje in nekaterih drugih tako formalnih kot tudi neformalnih institucij na upravljanje podjetij v Sloveniji. Prispevek zaključujemo s prikazom nekaterih poglavitnih izzivov za upravljanje podjetij v Sloveniji v času po koronakrizi.

2. Razvoj teorije upravljanja v svetu

Čikaška šola za pravo in ekonomijo je razvila pogled na podjetje kot stičišče pogodb, s katerimi različni udeleženci regulirajo medsebojne transakcije. Ta pristop izpostavlja, da je premoženje podjetja last lastnikov, ki imajo ključno vlogo kot

principali. Managerji kot agenti delničarjev imajo le pogodbeno določene pravne obveznosti do preostalih udeležencev. Pravice zaposlenih, kreditodajalcev ali na primer odjemalcev so torej omejene na pogodbeno pravno razmerje (Allen, 1992). Širjenje odgovornosti managerjev v smislu družbene odgovornosti naj bi bilo nesprejemljivo. Milton Friedman celo navaja, da naj bi bilo načelo, da so managerji dolžni usmerjati svoja prizadevanja v zagotavljanje »čim več denarja delničarjem, kot je to mogoče«, eno najpomembnejših načel svobodne tržne družbe. Le malo trendov naj bi bilo sposobno tako temeljno spodkopati bistvo svobodne tržne družbe kot kakršnikoli odklik od tega načela (1962). Če namreč privzamemo, da so managerji dolžni pri svojih odločitvah upoštevati širši družbeni interes, pridobijo dodatno moč, ki je ni mogoče nadzorovati, oziroma postanejo nekakšen subjekt javnega interesa (Hayek, 1979). Ta pristop temelji na predpostavki, da se s tem, ko se uresničuje interes delničarjev, uresničuje tudi javni interes in da managerji ne smejo postati nekakšni apostoli javnega interesa, ker bi bilo to v temeljnem nasprotju s principi kapitalističnega gospodarstva.

Teorija različnih interesnih skupin oziroma teorija udeležencev (»stakeholder theory«) pa izhaja iz povsem drugačne predpostavke. Filozofske nastavke teorije interesnih skupin v obliki vzajemnosti in kooperativnosti lahko najdemo že v 19. stoletju (Monks in Minow, 1995), na podlagi česar so tudi nastale nekatere prve kooperative v 20. stoletju. Dejanske podlage teoriji pa je v svojem delu Teorija rasti podjetja (1959) podala Edith Penrose, ki je opredelila podjetje kot sklop sposobnosti in virov ter v središče postavila odnose med člani znotraj združbe in zunanjimi udeleženci. Na podlagi takšnega pristopa so se razvili tudi sodobni pristopi k merjenju uspešnosti poslovanja podjetij, ki vključujejo spremljanje nefinančnih kazalnikov (Kaplan in Norton, 1996). Celovit pristop k merjenju uspešnosti poleg finančnih obsega tudi druge učinke poslovanja. Merjenje teh učinkov pa se seveda nanaša na interese drugih interesnih skupin v podjetju, kot so zaposleni, dobavitelji, kupci, lokalna skupnost in država. Razvoj korporacijskega upravljanja tako izziva splošno sprejeto teorijo podjetja oziroma ločevanje javnih in zasebnih interesov. V zadnjem obdobju močno pridobiva pomen proučevanje institucionalnih logik pri korporacijskem upravljanju, saj vse več raziskav kaže, da prav te odločilno vplivajo tako na način kot rezultate korporacijskega upravljanja (Hamidi in Machold, 2020; Aguilera et al., 2018; Friedland, 2018; Haxhi in Aguilera, 2017). Zato pri obravnavi razvoja upravljanja v Sloveniji namenjamo posebno pozornost

institucionalnim dejavnikom, ki so pomembno vplivali na upravljanje podjetij pri nas. Pričakujemo lahko, da bo v prihodnosti še večji poudarek na vključevanju ključnih interesnih skupin v oblikovanje vizije, poslanstva in strategije podjetja, ker je potrební pogoj za trajnostno rast podjetja prav vključevanje udeležencev.

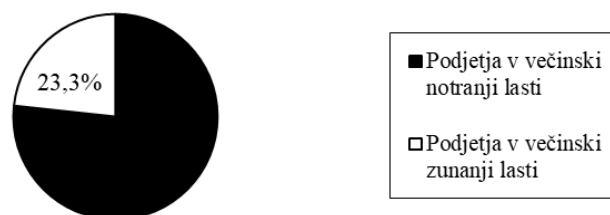
3. Razvoj upravljanja v Sloveniji

3.1 Vpliv institucionalnih sprememb na upravljanje v prvem obdobju tranzicije po letu 1991

Koncept privatizacije v Sloveniji je bil kompromis med različnimi predlaganimi koncepti in je omogočil različne načine lastninske transformacije (Lahovnik, 1992). Podjetja so najpogosteje uporabila interno razdelitev delnic zaposlenim v zameno za lastniške certifikate, ki je bila omejena na 20 odstotkov družbenega kapitala podjetja in interni odkup delnic s 50-odstotnim popustom, ki je bil omejen na 40 odstotkov družbenega kapitala podjetja. Zaposleni so na začetku tranzicije v večini primerov postali z investiranjem svojih certifikatov in nakupom delnic po zelo ugodni ceni pomembni lastniki podjetja. V več kot treh četrtinah podjetij so notranji lastniki postali celo večinski lastniki delnic (slika 1).

Zelo razpršena lastniška struktura na eni strani in neurejena prevzemna zakonodaja na drugi sta bili podlaga za nastanek problema agentov v številnih podjetjih. Raziskave so pokazale, da management sprejema drugačne odločitve, kadar obstajajo aktivni lastniki podjetja kot pa kadar ni aktivnega lastnika (Tosi, Katz in Gomez, 1997). Zunanji lastniki slovenskih podjetij so bili zaradi načina lastninjenja večinoma investicijske družbe in oba (para)državna sklada. V tem obdobju slovenske tranzicije smo bili priča konsolidaciji lastniške strukture s prevzemom kontrolnih deležev, kar je v nadaljevanju tranzicije vplivalo na upravljanje podjetij.

Slika 1: Delež lastninsko preoblikovanih podjetij v večinski notranji in zunanji lasti



Vir: Ministrstvo za ekonomske odnose in razvoj (marec 1998)

V Sloveniji se je v mnogo primerih prav v povezavi s problemom agenta lastništvo skoncentriralo v rokah managementa. Kot podlago za to so managerji pogosto uporabili družbe pooblaščenke, v katerih so notranji lastniki združili svoje lastniške deleže, da bi lažje obvladovali upravljanje podjetja. Sredi politično-ekonomske tranzicije sprejeti zakon o prevzemih (1997) je vseboval določbo, da so družbe pooblaščenke izvzete iz določil tega zakona, tako da so lahko neomejeno povečevale lastniški delež v ciljnim podjetju, ne da bi bile zavezane dati ponudbo za prevzem. Družbe pooblaščenke so za odkupovanje delnic prevzemne tarče pogosto uporabljale prosti denarni tok, ki ga je management z različnimi mehanizmi prelil v družbo pooblaščenko iz tarče. Tako je tarča posredno kupovala samo sebe.

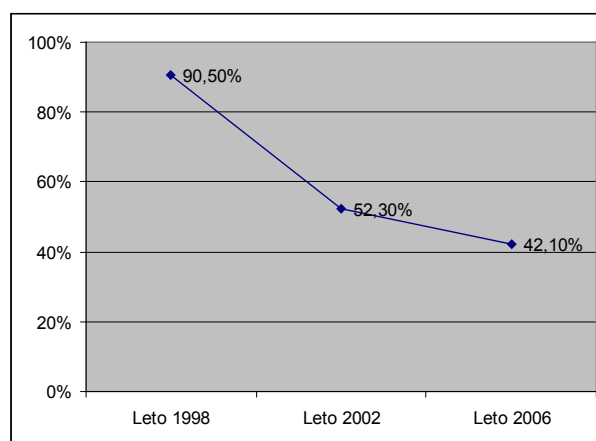
Vzporedno s tem procesom pa so managerji v številnih podjetjih najprej v družbah pooblaščenkah postopoma in v odsotnosti ustrezne regulative razmeroma poceni pridobili večinski delež z odkupom delnic od notranjih lastnikov. Družbe pooblaščenke so imele pogosto v svojih statutih določeno vinkulacijo delnic. Management je z vinkulacijo delnic pridobil vzvod, s katerim je nadzoroval konsolidacijo lastniške strukture in neposredno določal, kdo lahko pridobi določen upravljavski delež v družbi pooblaščenki ter prek nje v ciljni družbi in kdo ne. Zato je ta proces konsolidacije lastniške strukture slovenskih podjetij v korist managementa potekal pogosto nepregledno in v škodo malih delničarjev. Neučinkovitost regulatornih in pravosodnih institucij v obdobju tranzicije je bila pravi »humus« za slabe prakse korporacijskega upravljanja in nepregledne managerske odkupe podjetij v Sloveniji (Lahovnik, 2013).

Učinkovitost upravljanja in predvsem razmerje med nadzorniki in managerji je smiselno presoјati tudi z vidika, ali managerji pri presoјanju investicijskih odločitev upoštevajo pri izračunu tehtanih povprečnih stroškov kapitala oportunitetni strošek lastnih virov. To je namreč potrební pogoj za povečevanje vrednosti delničarjem podjetja, saj se ekonomska dodana vrednost ustvari le, če je notranja stopnja donosnosti investicije višja od tehtanih povprečnih stroškov kapitala, vključujoč lastne vire.

V raziskavi o strateškem obnašanju slovenskih podjetij v obdobju tranzicije, ki smo jo izvedli na Ekonomski fakulteti v Ljubljani, se je pokazalo, da v prvem obdobju tranzicije celo v 90,5 % analiziranih podjetij niso ocenjevali stroškov lastniškega kapitala oziroma so jim pripisovali ničelno vrednost. Če pa so že ocenjevali stroške lastniškega kapitala, so jim praviloma pripisovali nižjo vrednost od stroškov dolgoročnega dolga (več o tem glej v Mramor et al., 1999).

V letih pred vstopom v EU, torej v naslednjih štirih let, so začeli lastniki slovenskih podjetij precej aktivneje upravljati podjetja tudi v smislu izpostavljanja zahtevane stopnje donosa na lastne vire, saj se je delež podjetij, kjer stroškov lastnih virov pri presoјi investicij ne upoštevajo, močno zmanjšal (slika 2). V več kot tretjini podjetij so managerji celo privzeli, da znašajo oportunitetni stroški lastnih virov 10 % ali več. To pomeni, da so implicitno določili zahtevani donos lastnikov v višini netvegane obrestne mere in jo povečali za določeno premijo za tveganje (glej sliko 2).

Slika 2: Delež managerjev, ki pri presoјi investicijskih odločitev ne upoštevajo interesov lastnikov kapitala



Vir: Lahovnik, Transformations in Business and Economics, 2010

3.2 Vpliv managerskih odkupov pred finančno krizo leta 2008 na upravljanje podjetij

Drugo desetletje razvoja upravljanja v Sloveniji je bilo v znamenju vala managerskih odkupov. Praviloma so bili izvedeni z zelo visokim finančnim vzvodom. Številni so temeljili na nerealni predpostavki o konstantni visoki rasti denarnega toka prevzetega podjetja, s katerim so managerji želeli financirati prevzem. Slovensko gospodarstvo je tudi zaradi tega svetovno gospodarsko krizo pričakalo s precej višjim finančnim vzvodom, kot ga je denimo imelo še leta 2004. Po podatkih Umarja se je v obdobju od 2004 do 2007 vrednost kreditov nefinančnim institucijam podvojila (Umar, 2009). Po eni strani je bila to posledica procesa nominalne konvergence oziroma upadajočih obrestnih mer zaradi uvedbe evra, po drugi strani pa tudi posledica razmeroma nepregledne intenzivne lastniške konsolidacije, ki je temeljila na denarnem toku prevzetih podjetij. V celi

vrsti srednjih in velikih podjetij so uprave velik del prostih denarnih tokov namesto za razvojne projekte namenile za konsolidacijo lastniške strukture, zato je prišlo do izčrpanja podjetij in v nekaterih primerih celo do nelikvidnosti ali celo nesolventnosti.

Zato je z novelo zakona o prevzemih (ZPre-1A, 2008) od leta 2008 v zakonu o prevzemih izrecno zapisana določba, da mora prevzemnik agenciji za trg vrednostnih papirjev dokazati, da za plačilo vrednostnih papirjev, na katere se nanaša prevzemna ponudba, ni kakorkoli, posredno ali neposredno, dal ali se zavezal dati v zastavo ali zavarovanje vrednostnih papirjev ali druge oblike premoženja ciljne družbe, ki niso v lasti prevzemnika.

Managerski odkupi v Sloveniji so zato bili v mnogo primerih povezani z uporabo slabih praks korporacijskega upravljanja in manifestacija problema agenta (Lahovnik, 2013). Povezani so bili z uporabo previsokega finančnega vzvoda, kar je povzročilo naraščanje »stroškov finančne stiske« in je imelo v času velike gospodarske krize usodne posledice za marsikatero podjetje. Managerji so pri tem presenetljivo pogosto in v nasprotju s temeljnim finančnim pravilom financirali nakupe vrednostnih papirjev s kratkoročnimi krediti, kar kaže ne le na problematiko upravljanja podjetij in nedelo nadzornikov v teh podjetjih, ampak tudi na zelo slabo upravljanje finančnih institucij v tem obdobju. Ne le uprave bank in kreditni odbori, tudi nadzorniki v teh institucijah bi morali financiranje prevzemov podjetij s kratkoročnimi krediti preprečiti, saj se je s tem nesorazmerno povečala izpostavljenost finančnih institucij.

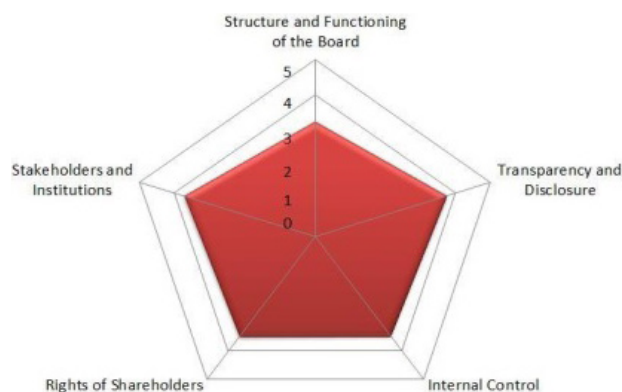
Značilnost večine managerskih odkupov je bila relativno velika nepreglednost, saj je prihajalo do izkoriščanja notranjih informacij. Uprave in nadzorni sveti niso sledili dobrim praksam korporacijskega upravljanja (pregledno obveščanje, javne dražbe in iskanje alternativnih ponudb za prevzem, uporaba neodvisnih svetovalcev in cenilcev ...) bodisi zaradi pomanjkanja znanja bodisi zaradi prepletenosti interesov med člani uprav in nadzorniki.

3.3 Institucionalna konvergenca upravljanja po vstopu v OECD leta 2012

Slovenija je imela v času tranzicije velik institucionalni zaostanek pri uvajanju dobrih praks korporacijskega upravljanja. Institucionalna konvergenca z vstopom v EU leta 2004 in leta 2012 še v OECD pa je dokončno odpravila zakonodajno in regulatorno vrzel. Zaradi vstopa v OECD je Slovenija vzpostavila določene standarde korporacijskega

upravljanja, ne le zakonodajne, ampak tudi v obliki kodeksov korporacijskega upravljanja. Ocenjevanje korporacijskega upravljanja EBRD se sicer nanaša na pet ključnih področij: (1) struktura in delovanje nadzornega sveta; (2) transparentnost in ustreznost razkritja informacij; (3) notranje kontrole; (4) pravice delničarjev ter (5) vključevanje deležnikov in drugih institucij v upravljanje (slika 3). Na teh področjih je v zadnjih letih Slovenija naredila napredek, saj vse javne delniške družbe, ki kotirajo na borzi, redno izvajajo samoocenjevanje korporacijskega upravljanja in o tem tudi poročajo v svojih letnih poročilih. Trdimo lahko, da je prišlo do procesa naravne institucionalne konvergence korporacijskega upravljanja, saj se je vrzel med značilnostmi upravljanja v državah z daljšo tradicijo in Slovenijo kot posttranzicijsko državo precej zmanjšala (Lahovnik, 2019). Normativni zakonodajni okvir in kodeksi upravljanja so povsem primerljivi z najrazvitejšimi gospodarstvi, še vedno pa je zaslediti vrzel pri učinkovitosti delovanja institucij.

Slika 3: Korporacijsko upravljanje v Sloveniji



Vir: EBRD, Corporate Governance Assessment 2016

Opomba: na petstopenjski skali vsake izmed osi predstavlja ocena 1 zelo šibko skladnost s standardi OECD, 5 pa zelo močno skladnost s standardi OECD. Ekstrem vsake izmed osi predstavlja standard najboljše prakse glede na določen dejavnik po principih OECD. Bolj poln je pentagram, bližje standardom OECD je institucionalna ureditev korporacijskega upravljanja in korporacijske prakse v določeni državi.

4. Trajnost in družbena odgovornost

Koronakriza močno vpliva na paradigmo korporacijskega upravljanja. Še večji poudarek je na trajnosti oziroma sonaravnem razvoju, pri čemer trajnostne strategije ne smemo razumeti le v odnosu do naravnega okolja, ampak v odnosu do vseh ključnih interesnih skupin. Sistemska teorija organizacije pojmuje organizacijo kot sistem, ki je sestavljen iz

povezanih delov (podsistemov). Ti pod sistemi imajo svoje cilje, ki pa so podrejeni ciljem celote. Sistem je ločen, a povezan z okoljem ter tako odprt. Uravnotežena povezava med organizacijo in poslovnim okoljem je tako eden izmed potrebnih dejavnikov doseganja konkurenčne prednosti. Ne nazadnje podjetje vse vire črpa iz poslovnega okolja in jih pretvarja v poslovnem procesu v poslovne učinke.

Družbeno odgovorno poslovanje je postalo ključni element strategije poslovanja. V sodobnem poslovnem okolju ni mogoče dosegati trajnejših konkurenčnih prednosti, če podjetje uravnoteženo ne zadovoljuje ciljev vseh ključnih udeležencev v podjetju, kot so poleg lastnikov še zaposleni, kupci, dobavitelji, javnosti, lokalna skupnost in država. Če privzamemo, da uspešna dolgoročna strategija podjetja vedno izhaja iz njegovega poslanstva, poslanstvo podjetja pa vključuje tudi družbeno odgovorno poslovanje, lahko postavimo tezo, da je družbeno odgovorno poslovanje postalo potrební pogoj za doseganje trajnejše konkurenčne prednosti.

Uspešna podjetja bodo zato morala sproti in stroškovno učinkovito vključevati interese ključnih deležnikov v strateške in operativne odločitve. Po noveli ZGD (2017) morajo velika podjetja javnega interesa podati izjavo o nefinančnem poslovanju. Podjetja morajo opisati izvajanje politik glede okoljevarstvenih, socialnih in kadrovskih zadev, spoštovanja človekovih pravic ter boja proti korupciji in podkupovanju. Podjetja, zavezana k reviziji, morajo v izjavo o upravljanju družbe vključiti opis politike raznolikosti v organih vodenja in nadzora. Politika raznolikosti se ne nanaša le na spol, ampak tudi na starost, izobrazbo in poklicne izkušnje.

Namen poslovanja podjetja ne more biti omejen le na zadovoljevanje potreb lastnikov, ustanoviteljev podjetja, temveč je namen poslovanja podjetja širši. Podjetje mora torej praviloma delovati v korist lastnikov, kupcev, zaposlenih, dobaviteljev in družbe kot celote. Temu primerno se prilagaja tudi vsebina poslanstva podjetij. Podjetja v svojih rednih letnih poročilih namenjajo vse več pozornosti vprašanjem o družbeno odgovornem poslovanju in trajnosti poslovanja. Vse več institucionalnih finančnih investitorjev, denimo banke, hranilnice, zavarovalnice, investicijske družbe in vzajemni skladi, vlagajo izključno v panoge in podjetja, ki niso sporni z vidika družbene odgovornosti. Tržni mehanizem na trgih kapitala tako samodejno navaja podjetja k družbeno odgovornemu upravljanju in poslovanju ter k oblikovanju trajnostne strategije.

5. Sklepne ugotovitve

Na razvoj korporacijskega upravljanja v Sloveniji je močno vplival razvoj formalnih in neformalnih institucij po osamosvojitvi oziroma po prehodu v demokracijo in tržni sistem. Moderna institucionalna teorija predpostavlja, da je ustrezna institucionalna struktura v določeni družbi ključna za normalno delovanje tržnih mehanizmov. Drugače rečeno, za uspešen razvoj upravljanja je ključna učinkovitost institucij, tako formalnih (zakoni, pravila, pravosodje, regulatorji ...) kot neformalnih (norme obnašanja, etična pravila, navade ...). V Sloveniji so se formalne institucije dokončno oblikovale šele v prvih dveh desetletjih tranzicije, medtem ko je vprašanje neformalnih institucij, kot so etična pravila in norme obnašanja, zelo aktualno še danes. Na posameznikovo ravnanje v organih upravljanja vpliva verjetnost, ali bo nezaželeno vedenje oziroma nespoštovanje predpisanih pravil sankcionirano ali ne. Nizka učinkovitost regulatornih in pravosodnih institucij je še vedno »humus« za spodbujanje spornih praks korporacijskega upravljanja pri nas. To je posebno problematično, ker ima Slovenija med vsemi članicami EU največji delež državne lastnine v gospodarstvu.

Različna poslovna (post)tranzicijska omrežja, ki svojo poslovno uspešnost gradijo na povezavah med politiko in gospodarstvom, imajo tako odlično podlago za svoje delovanje. Svetovna finančna kriza pred 13 leti je razgalila vse slabosti slovenskega (post)tranzicijskega modela upravljanja podjetij prek formalnih in neformalnih omrežij. Namesto da bi se med nadzorniki in upravami uveljavil kritičen nadzorniški odnos, so se med njimi pogosto oblikovale različne neformalne koalicije skupnih interesov, ki so tvorile nekakšno »small happy family« slovenskega sistema upravljanja domačih podjetij in bank. Če želimo presekat stare neučinkovite tranzicijske vzorce upravljanja, mora država storiti vsaj troje: uvesti učinkovit pravosodni sistem, zagotoviti delovanje politično neodvisnih regulatorjev trga in predvsem z dejanskim umikom države iz gospodarstva odpreti Slovenijo zasebnemu kapitalu, idejam in ljudem.

Literatura in viri

- Aguilera, R. V., Judge, W. Q. in Terjesen, S. A. (2018). Corporate governance deviance. *Academy of Management Review*. 43(1), 87–109.
- Allen, W. T. (1992). Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation. *Cardozo Law Review*. 14(2), 261–282.

- Bridoux, F. in Stoelhorst, J. W. (2014). Microfoundations for stakeholder theory: Managing stakeholders with heterogeneous motives. *Strategic Management Journal*. 35(1), 107–125.
- Ferrero, I., Hoffman, M. W. in McNulty, R. E. (2014). Must Milton Friedman Embrace Stakeholder Theory? *Business and Society Review*, 119(1), 37–59.
- Friedland, R. (2018). Moving institutional logics forward: Emotion and meaningful material practice. *Organization Studies*. 39(4), 515–542.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hamidi, Y. D. in Machold, S. (2020). Governance, boards and value co-Creation: Changing perspectives towards a service dominant logic. *European Management Journal*, <https://doi.org/10.1016/j.emj.2020.06.001>
- Haxhi, I. in Aguilera, R. V. (2017). An Institutional Configurational Approach to Cross-National Diversity in Corporate Governance. *Journal of Management Studies*. 54(3), 261–303. doi: 10.1111/joms.12247
- Hayek, F. A. (1979). The Political Order of a Free People. *Law, Legislation, Liberty*. 3(1), 81–85.
- Hoerisch, J., Freeman, R. E. in Schaltegger, S. (2014). Links, Similarities, Dissimilarities and a Conceptual Framework. *Organization and Environment*. 27(4), 328–346.
- Kaplan, R. S. in Norton, D. P. (1996). *The Balanced Scorecard*. Boston: Harvard Business School Press.
- Lahovnik, M. (2019). Primerjalna analiza korporacijskega upravljanja med Slovenijo in Hrvaško: študija primera. *Economic and Business Review*. 21(4), 141–148.
- Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Lahovnik, M. (2010). Corporate Governance in Slovenia after Sixteen Years of Transition. *Transformations in Business and Economics*. 9(2), 118–127.
- Lahovnik, M. (2009). Kaj vlada lahko oziroma česa ne more narediti z vidika reševanja podjetij iz krize? V: 15. strokovno posvetovanje o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 6–12.
- Lahovnik, M. (1992). *Privatizacijski modeli v Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Mason, C. in Simmons, J. (2014). Embedding Corporate Social Responsibility in Corporate Governance: A Stakeholder Systems Approach. *Journal of Business Ethics*. 119(1), 77–86.
- Ministrstvo za ekonomske odnose in razvoj Republike Slovenije, (marec 1998), Ljubljana.
- Monks, R. A. G. in Minnow, N., (1995). *Corporate Governance*, Blackwell, Oxford.
- Mramor, D., Groznik, P. in Valentinčič, A. (1999). Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. V *Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij*, ur. J. Prašnikar. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Parmar, L. B., Freeman, R. E., Harisson, S. J., Wicks, C. A., Purnell, L. in S. de Colle (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art. *The Academy of Management Annals*. 4(1), 403–445.
- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Oxford University Press.
- Scherer, A. G., Palazzo, G. in Matten, G. (2014). A New Theory of the Firm for a Globalized World. *Business Society*, 53(2), 143–156.
- Tosi, H., Katz, J. in Gomez, L. M. (1998). Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. *Academy of Management Journal*, 40(3), 584–602.
- UMAR. *Jesenska napoved gospodarskih gibanj, 2009*. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij. Uradni list Republike Slovenije, št. 55/92, 7/93, 31/93 in 43/93, Ljubljana.
- Zakon o prevzemih. Uradni list Republike Slovenije, št. 47/1997 in 1/2008. Ljubljana.

Prof. dr. Matej Lahovnik je redni profesor za področje managementa na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani. Kot gostujoči raziskovalec se je izpopolnjeval na Indiana University – Kelley School of Business in Caledonian Business School, Glasgow University. Je avtor ali soavtor številnih znanstvenih prispevkov na področjih strateškega managementa, prevzemov in korporacijskega upravljanja. Dvakrat je bil minister za gospodarstvo v Vladi Republike Slovenije. Med pogajanjimi za vstop Slovenije v OECD je vodil pogajalski skupini za področji korporacijskega upravljanja in investicij. Poleg znanstvenega, pedagoškega in strokovnega dela piše tudi kolumne v slovenskih medijih o aktualnih družbeno-političnih dogodkih.