



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

Žilvinas Kalvanas

**KORPORATYVINIO VALDYMO POVEIKIO „NASDAQ OMX
BALTIC“ LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ VERTEI VERTINIMAS**

MAGISTRO DARBAS

Darbo vadovas: prof. Dr. Rytis Krušinskas

KAUNAS, 2017

**KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS**

**KORPORATYVINIO VALDYMO POVEIKIO „NASDAQ OMX
BALTIC“ LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ VERTEI VERTINIMAS**

Finansai (621N30006)

MAGISTRO DARBAS

Studentas.....parašas.....

Žilvinas Kalvanas, VMF-5 gr.

2017 m. gegužės 03 d.

Vadovasparašas.....

Prof. Dr., Rytis Krušinskas

2017 m. gegužės 03 d.

Recenzentasparašas.....

2017 m.

KAUNAS, 2017



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
Ekonomikos ir verslo fakultetas

Žilvinas Kalavanas

Finansai, 621N30006

Baigiamojo magistro darbo „Korporatyvinio valdymo poveikio „Nasdaq Omx Baltic“ listinguojamų
įmonių vertei vertinimas“

AKADEMINIO SAŽININGUMO DEKLARACIJA

2017 m. gegužės 03 d.

Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Žilvino Kalvano** baigiamasis magistro darbas tema „Nasdaq Omx Baltic“ listinguojamų įmonių vertei vertinimas“ yra parašytas visiškai savarankiškai, o visi pateikti duomenys ar tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti sąžiningai. Šiame darbe nei viena dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar internetinių šaltinių, visos kitų šaltinių tiesioginės ir netiesioginės citatos nurodytos literatūros nuorodose. Įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs.

Aš suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo faktui, man bus taikomos nuobaudos, remiantis Kauno technologijos universitete galiojančia tvarka.

(vardą ir pavardę įrašyti ranka)

(parašas)

Žilvinas, Kalvanas. Relation between corporate governance and firms value for companies listed at “Nasdaq Omix Baltic“. Master’s Final Thesis in Finance / supervisor prof. dr. Rytis Krušinskas. The School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Social Science: 03 S Management and Administration

Key words: *corporate governance, firm valuation, corporate governance index*

Kaunas, 2017. XX p.

SUMMARY

The importance of corporate governance and its influence on the company’s value in the last decade is analysed by politicians, businesspeople and scientists more and more often and its importance grew after the last economic decline especially when it was noticed that companies with widely developed corporate governance had coped with difficulties more easily. Moreover, the corporate governance principles of recommendations can still be met at companies listed in the bourse of different states of the world in order to ensure the transparency of companies, more publicity and better quality of management. The companies observing these principles are also more attractive to investors and, in turn, it can condition an increase in the company’s value. However, scientists do not have an unanimous opinion yet whether the corporative management creates an additional value. Moreover, the members of the academic community mostly analyse the influence of corporative management on the financial indexes of the company’s activity, but there is still a lack of scientific studies analysing the influence of corporate governance on the company’s value.

The object of the master thesis is the value created for the company by the corporate governance.

The purpose of the master thesis is to analyse the methodologies of researching the influence of corporative management described in scientific articles and calculate the influence of corporative management on the company’s value according to the chosen methodology.

The master thesis consists of the following main parts: analysis of the problem, theoretical solutions, research methodology and discussion of obtained results. The conception of corporate governance and forming scientific theories are analysed in the first part. The methodologies assessing the influence of corporate governance on the company’s value, indexes used for the determination of corporative management and their real adaptation are analysed in the second part. The compiled research methodology is presented in the third part. The corporative management index is compiled and the results of the influence of corporative management on the value of companies listed in the NASDAQ OMX BALTIC bourse are calculated in the fourth part on the basis of compiled methodology.

It was determined during the research that there was no statistically significant relation between the companies acting in Lithuania, Latvia and Estonia and their common corporative management index. Thus, the corporative management index was modified by eliminating any factors which are observed by all the analysed companies, but it was determined according to the lowest square method that the corporative management index did not have any statistically significant influence on the indexes reflecting the value of analysed companies: Tobin Q, share price to book value (P/B) as well as price to earnings (P/E). Besides, it was determined the corporative management index did not affect the share price, either.

The master thesis consists of XX pages, XX pictures and XX tables.

TURINYS

ĮVADAS.....	9
1. KORPORATYVINIS VALDYMAS IR JO TAIKYMO ASPEKTAI.....	10
1.1. Korporatyvinį valdymą analizuojančios teorijos.....	10
1.2. Korporatyvinio valdymo samprata.....	13
1.3. Korporatyvinis valdymas Baltijos šalyse	15
2. KORPORATYVINIO VALDYMO ĮTAKOS ĮMONĖS VERTEI VERTINIMO MODELIO KONSTRAVIMAS	19
2.1. Korporatyvinio valdymo poveikio apskaičiavimo modeliai ir jų ypatumai	19
2.2. Korporatyvinio valdymo poveikio skaičiavimuose naudojami indeksai.....	32
2.3. Sudaryto korporatyvinio indekso patikimumo vertinimo metodai	35
2.4. Tipinės korporatyvinio valdymo charakteristikos	38
3. TYRIMO METODOLOGIJA	41
4. KORPORATYVINIO VALDYMO ĮTAKOS ĮMONĖS VERTEI VERTINIMAS	43
4.1. Korporatyvinio valdymo indekso sudarymas	43
4.2. Korporatyvinio valdymo įtaka įmonės vertei	51
IŠVADOS.....	64
LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	66
PRIEDAI	70

Paveikslų sąrašas

1 pav. Įmonės korporatyvinio valdymo vidiniai ir išoriniai veiksniai (sudaryta autoriaus remiantis Ross ir kitais (2005)).....	14
2pav. Baltijos šalių įmonės atitinkančios gerąsias korporatyvinio valdymo charakteristikas (sudaryta autoriaus remiantis Nasdaq OMX Baltic apžvalga (2015)).....	16
3pav. Įmonės korporatyvinio valdymo, akcinio kapitalo kaštų ir įmonės vertės ryšys (sudaryta autoriaus remiantis Pae ir Choi (2011))	25
4 pav. Tyrimo loginė schema	41
. 5pav. Bendro korporatyvinio valdymo histograma	48
6Tobin Q išskirtys	53
7Bendro korporatyvinio valdymo histograma.....	56
8Korporatyvinio valdymo ir Tobin Q sklaidos diagrama	58
9pav. Korporatyvinio valdymo ir P/E sklaidos diagrama	60
10pav. Korporatyvinio valdymo ir P/B sklaidos diagrama	61
11pav. Korporatyvinio valdymo ir akcijų rinkos vertės sklaidos diagrama.....	62

Lentelių sąrašas

1lentelė. Korporatyvinio valdymo apskaičiavimo metodologijos	20
2lentelė. Analizės rezultatai (Sudaryta autoriaus remiantis Zabria, Ahmadb ir Wah, 2013)	27
3lentelė. „G-index“ lemiantys veiksniai (sudaryta autoriaus remiantis Gompers ir kt.)	32
4lentelė. NASDAQ OMX BALTIC listinguojamų įmonių pasiskirstymas pagal pramonės šaką ir šalį (sudaryta autoriaus remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis)	43
5lentelė. Korporatyvinio indekso charakteristikų veiksniai (sudaryta autoriaus remiantis Nasdaq OMX Baltic korporatyvinio valdymo kodeksu).....	44
6lentelė. Apibendrinti įmonių rezultatai (sudaryta autoriaus).....	46
7lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso charakteristikų (subindeksų) rezultatai (sudaryta autoriaus).....	47
8lentelė. Korporatyvinio valdymo indekso charakteristikų (subindeksų) koreliacijos rezultatai (sudaryta autoriaus).....	49
9lentelė. Pramonės šakos įtaka korporatyvinio valdymo indeksui (sudaryta autoriaus).....	50
10lentelė. Įmonės vertę nusakančių rodiklių vertės (sudaryta autoriaus remiantis Bloomberg duomenimis).....	52
11lentelė. Įmonės vertę nusakančių rodiklių vertės (sudaryta autoriaus remiantis Bloomberg duomenimis).....	53
12lentelė. Korporatyvinio valdymo indekso ir priklausomų kintamųjų koreliacija (sudaryta autoriaus).....	54
13lentelė. Apibendrinti perskaičiuotų korporatyvinio indekso charakteristikų (subindeksų) rezultatai (sudaryta autoriaus).....	55
14lentelė. Perskaičiuotų korporatyvinio valdymo indekso charakteristikų (subindeksų) rezultatai (sudaryta autoriaus).....	57
15lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos Tobin Q rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus)elė.....	58
16lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos P/E rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus).....	59
17lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos P/B rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus).....	60
18lentelė. Akcijų rinkos vertė (sudaryta autoriaus remiantis Bloomberg duomenimis).....	62
19lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos P/B rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus).....	62

ĮVADAS

Aktualumas. Pasaulyje neretai įmonės praranda akcininkų pasitikėjimą dėl jose vykdomų neskaidrių vadovavimo procesų ar didelių išmokų vadovams, todėl vis dažniau tarp politikų, verslininkų ir mokslininkų yra diskutuojama apie įmonės valdymo kokybės gerinimą ir jo užtikrinimą. Europos komisija šiuo tikslu yra sukūrusi korporatyvinio valdymo kodeksą, kurį šalys šiek tiek modifikuodamos pritaiko savo šalyse, tiesa kol kas tik rekomendacijų forma. Taip siekiama užtikrinti ne tik tinkamą investuotojų interesų atstovavimą įmonėje, bet tuo pačiu ir sustiprinti pačios įmonės įvaizdį tarp potencialių investuotojų ir visuomenės.

Problema. Tarp mokslinių šaltinių galima rasti daug mokslinių darbų tiriančių korporatyvinį valdymą, tačiau jie daugiausiai koncentruojasi į poveikį įmonės finansinei veiklai, todėl tyrimų analizuojančių korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei vis dar trūksta. Be to mokslininkai neranda bendro sutarimo kokį poveikį įmonei ir jos vertei daro korporatyvinis valdymas

Tyrimo objektas – korporatyvinio valdymo poveikis įmonės vertei

Tyrimo tikslas – įvertinti Nasdaq Omix Baltic listinguojamų įmonių korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei

Tyrimo uždaviniai:

- išanalizuoti korporatyvinio valdymo poveikį įvertinančius veiksnius
- aptarti pagrindinius korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei vertinančius metodus ir modelius
- įvertinti Nasdaq Omix Baltic listinguojamų įmonių korporatyvinį valdymą ir sudaryti korporatyvinio valdymo indeksą
- naudojantis sukurtu indeksu apskaičiuoti korporatyvinio valdymo poveikį įmonės vertei

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros ir statistinių duomenų analizė, SPSS programinės įrangos naudojimas

1. KORPORATYVINIS VALDYMAS IR JO TAIKYMO ASPEKTAI

1.1. Korporatyvinį valdymą analizuojančios teorijos

Suaktyvėjus ekonominiams ir politiniams procesams korporatyvinio valdymo (*ang. Corporate Governance*) terminas šalyse priklausančiose Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijai (EBPO) plačiau naudoti pradėtas nuo 1980 – ujų metų vidurio. Prasidėję pokyčiai lėmė žymiai suaktyvėjusią viso pasaulio akcijų rinkų veiklą. (Cole, 1998; Shleifer ir Vishny, 1997).

Mokslininkai Merino ir kiti (2010), Stein (2008), Goodwin-Stewart ir Kent (2006) teigia, kad susilpnėjęs visuomenės pasitikėjimas korporatyvinio valdymo sistema paskatino imtis priemonių ir iš naujo apsvarstyti naudojamus korporatyvinio valdymo modelius taip siekiant atkurti visuomenės pasitikėjimą ir išspręsti su korporatyviniu valdymu susijusias problemas.

Siekiant sumažinti visuomenės ir politikų susirūpinimą dėl daugėjančių įmonių bankrotų, daugiausia siūlymų buvo pakeisti privataus sektoriaus verslo subjektų valdymą. Tokie siūlymai, jeigu jie būtų įgyvendinti, žadėjo pagerinti įmonių atskaitomybę akcininkams taip siekiant pagerinti arba išlaikyti pasitikėjimą akcijų rinkose (Wright ir Chiplin, 1999; Cole, 1998). Korporatyvinis valdymas tapo kaip kontrolės ir atsakomybės atskaitos taškas. Millstein (1993) teigimu, remiantis agentavimo teorija (*ang. Agency theory*), korporatyvinis valdymas yra mechanizmas užtikrinantis įmonių vadovų kontrolės stebėjimą bei sąžiningas įmonės ir akcininkų pelno didinimo galimybes.

Mokslininkų, kurie remiasi agentavimo teorija, teigimu korporatyvinis valdymas yra sisteminė priemonė siekiant suvaldyti agentų, tokių kaip vadovai ar subrangovai, veiksmus. Agentavimo teorijos šalininkų nuomone įmonės vadovai bet kurioje situacijoje dėl savanaudiškų paskatų gali nebūtinai siekti padidinti akcininkų pelną, nebent atitinkamos valdymo struktūros yra paskiriamos akcininkų interesams ginti (Jensen ir Meckling, 1976). Remiantis Monks ir Minow (1995) pagrindinė agentavimo teorijos problema, kurią išsprendžia korporatyvinis valdymas, yra kaip suteikti vadovams neribotą galią veikti savo nuožiūrą vadovaujant įmonei ir tuo pačiu išlaikyti juos atsakingais už suteiktos galios naudojimą. Todėl agentavimo teorijoje korporatyvinį valdymą siūloma traktuoti kaip mechanizmą, kurie yra įdegti akcininkų siekiant užtikrinti įmonės vidinę kontrolę, maksimizuojant akcininkų pelną mažinant agentų nuostolius, kūrimą ir stebėseną (Adegbite ir kiti, 2012; Darus, 2011; Bonazzi ir Sardar, 2007; Cohen et al., 2002).

Sternberg (1998) teigimu korporatyvinis valdymas pats savaime užtikrina, kad įmonės veiksmi, turtas ir agentai būtų nukreipti kartu siekti įmonės tikslų, kuriuos nustatė investuotojai. Todėl, galima daryti išvadą, kad korporatyvinio valdymo sąvoka pagal agentavimo teoriją yra paremta metodu

vykdyti nuolatinę agento kontrolę. O tai rodo, kad korporatyvinis valdymas šiame pavyzdyje yra paremtas mechanistine logika, darant prielaidą, kad mes galime traktuoti žmones kaip „pareigybes“.

Vis dėlto, ne visi mokslininkai korporatyvinį valdymą tiria remdamiesi agentavimo teorija. Daugelis mokslininkų korporatyvinį valdymą tyrinėja skirtingais teoriniais požiūriais taip suteikdami skirtingas perspektyvas korporatyviniam valdymui, kurios savo ruožtu praplečia šios frazės reikšmę.

Mokslininkai korporatyvinio valdymo reikšmę taip pat analizuoja remdamiesi valdytojo teorija (*ang. Stewardship theory*). Tokios teorijos šalininkų teigimu vadovai visuomet yra geri įmonės turto valdytojai, kurie kruopščiai dirba siekdami padidinti akcininkų gaunamą pelną (Donaldson, 1990). Toks požiūris leidžia daryti prielaidą, kad jei vadovas nesiekia asmeninių tikslų, o yra komandos dalis, tuomet savanaudiškas elgesys neturi įtakos jų veiklai. Todėl svarbiausias korporatyvinio valdymo tikslas yra ne generalinio direktoriaus (*ang. CEO*) motyvacija, o organizacinės struktūros palengvinimas ir įgalinimas, kuris padidintų įmonės efektyvumą ir užtikrintų didesnę įmonės akcininkų pelną (Donaldson ir Davis, 1991). Toks mokslininkų požiūris apie korporatyvinį valdymą skatina skirti dėmesį toms organizacinėms struktūros dalims, kurios palengvina ir įgalina sprendimų priėmimą, negu toms, kurios stebi ir kontroliuoja (Davis ir kiti, 1997). Todėl, galima teigti, kad korporatyvinio valdymo sąvoka remiantis valdytojo teorija traktuojama kaip akcininkų interesų apsaugojimas, kuomet organizacinė struktūra įgalina vadovą priimti atitinkamus sprendimus.

Korporatyvinio valdymo sąvoka taip pat aiškinama remiantis valdymo hegemonija (*ang. Managerial hegemony*). Šios teorijos šalininkai daugiausiai dėmesio taip pat skiria agentams, tačiau iš organizacinės struktūros perspektyvos. Valdymo hegemonijos teoretikų siūlymu direktorių valdyba neturėtų daryti įtakos vadovams priimant strateginius sprendimus ir atvirkščiai, profesionalūs vadovai turėtų atsispirti raginimams įtraukti valdybos narius į strateginių sprendimų priėmimą. Be to mokslininkų nuomone, direktorių valdyba turėtų tik epizodiškai dalyvauti įmonės korporatyviniame valdyme (Hung, 1998; Lorsch, 1989). Todėl valdymo hegemonija korporatyvinio valdymo sąvoką leidžia traktuoti kaip direktorių valdybos ir įmonės direktoriaus vykdomų pareigybių atskyrimas. Be to Mangel ir Singh (1993) teigimu, neatskyrus valdybos ir direktoriaus pareigybių, generalinio direktoriaus sprendimas gali būti lemiamas skiriant nepriklausomus direktorius, todėl išrinkti direktoriai būtų labiau prielankūs generaliniam direktoriui ir jo išreikštai pozicijai. Tokia situacija sąlygoja manipuliaciją ir dar kartą patvirtina korporatyvinio valdymo interpretaciją. Taigi, valdymo hegemonija korporatyvinio valdymo sąvoką apibrėžia kaip susitarimą, kuriuo direktorių valdyba veikia kaip patariamasis organas įmonės vadovui.

Analizuojant korporatyvinio valdymo sąvoką remiantis priklausomybės nuo išteklių teorija (*ang. Resource dependency theory*) jos reikšmę galima sieti su organizacijos struktūra, lyginant ją su kitomis struktūromis ir jų pozicionavimu visuomenėje. Kaip teigia Hung (1998) įmonės, siekdamos gauti

reikalingų išteklių, tampa priklausomos viena nuo kitos, todėl siekia užmegzti tarpusavio ryšius, siekdamas reglamentuoti jų tarpusavio priklausomybę. Todėl Palmer (1983) ir Ornstein (1984) teigimu direktorių valdyba gali būti kaip sąsaja tarp įmonės ir išorinės aplinkos. Tačiau Ibarra (1993) teigimu valdybos nariai yra segreguojami pagal rasę ir/ar lytį. Tai patvirtina ir Strauss (2002) gauti tyrimo rezultatai, kuriais nustatyta, kad baltaodžiai vyrai užima daugiau nei 80 procentų valdybos vietų geriausiose pasaulio įmonėse pagal „Fortune 1000“. Sheridan ir Milgate (2005) gauti tyrimo rezultatai atskleidžia, kad dauguma moterų į valdybą patenka tik asmeniškai rekomenduotos įmonės generalinio direktoriaus arba kitų valdybos narių, o tai rodo, kad įmonės valdyba yra „išskirtinių vyrų tinklo“ rezultatas. Bernardi ir kiti (2005) analizavę direktorių valdybos pasiskirstymą pagal lytį ir etnines grupes taip pat nustatė, kad baltaodžių vyrų direktorių valdybose yra neproporcingai daugiau lyginant pagal lytį ar etninę grupę. Sheridan ir Milgate (2005) teigimu „išskirtinis vyrų tinklas“ yra maža, bet turinti didelę įtaką vyrų grupė, kuri stengiasi išsaugoti valdybos pozicijas. Todėl remiantis mokslininkų gautais rezultatais, priklausomybės nuo išteklių teorijoje korporatyvinį valdymą reikėtų traktuoti kaip direktorių valdybos, kurioje svarbus aspektas yra segregacija, sąsają tarp įmonės ir verslo aplinkos, kurioje ji veikia.

Korporatyvinio valdymo sąvoką svarbu analizuoti ir suinteresuotų asmenų teorijos (*ang. Stakeholder theory*) apsektu, nes be akcininkų ir įmonės darbuotojų yra daugybė kitų visuomenės grupių, prieš kurias įmonė yra atsakinga. Suinteresuotų asmenų teorijos šalininkų nuomone pagrindinis korporatyvinio valdymo tikslas yra sukurti įranki, kuriuo būtų galima koordinuoti suinteresuotų šalių interesus. Toks požiūris į korporatyvinį valdymą suinteresuotoms šalims sukuria galimybę išdėstyti savo argumentus, sumažina informacijos asimetriją, o tai užtikrina suinteresuotų šalių teisių apsaugojimą (Bonnafoous-Boucher, 2005; Donaldson ir Preston, 1995). Todėl galima daryti išvadą, kad korporatyvinis valdymas remiantis suinteresuotų asmenų teorija yra balansavimas tarp įvairių šalių nuomonių siekiant įmonės tikslų, nes visos suinteresuotos grupės siekia būti išgirstos.

Galima teigti, kad korporatyvinį valdymą analizuojantys moksliniai šaltiniai daugiausiai dėmesio skiria įmonės valdybai. Tačiau korporatyvinis valdymas yra per daug sudėtingas procesas, kurį būtų galima tinkamai apibrėžti naudojantis tik viena teorija (Hung, 1998). Vis dėlto visos teorijos korporatyvinį valdymą aiškina skirtingai. Tam įtakos galėjo turėti teorinis požiūris, kurio pagrindu buvo atliekama analizė. Priklausomai nuo mokslininko turimų žinių ir atstovaujamos akademinės disciplinos teorinis požiūris gali skirtis.

Nors yra daug skirtingų teorinių požiūrių analizuojančių įmonių korporatyvinį valdymą, agentavimo teorija išlieka kaip dominuojanti tarp mokslininkų analizuojančių korporatyvinio valdymo įtaką. Merino ir kitų (2010) teigimu analizuojant su korporatyviniu valdymu susijusias problemas dominuoja akcininkams kuriamos vertės ir agentavimo teorijos paradigma. Adegbite ir kiti (2012) taip

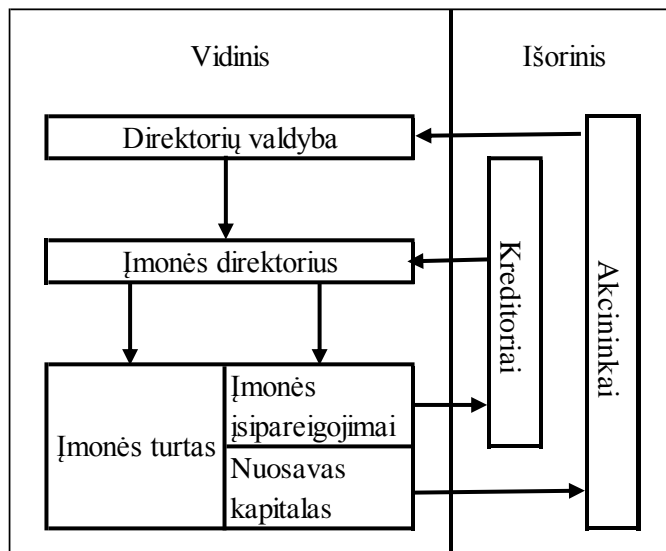
pat pagrindžia šį faktą teigdami, kad agentavimo teorija ir toliau išlieka kaip atspirties taškas kuriant bet kokią korporatyvinio valdymo struktūrą.

Vis dėlto agentavimo teorijos šalininkų dominavimas ir jų pastangos perteikti korporatyvinio valdymo sąvokos reikšmę moksliniuose šaltiniuose yra kiek netikėtas, lyginant su „naujausiais“ korporatyvinio termino apibrėžimais ir vykdomais tyrimais. Taip pat galima spėti, kad agentavimo teorijos šalininkams pradėjus dominuoti literatūroje korporatyvinio valdymo terminas buvo pritaikytas jau egzistuojančiai nusistovėjusiai koncepcijai (L'Huillier, 2014). Todėl išlieka svarbu išanalizuoti korporatyvinio valdymo sąvokos reikšmę ne tik skirtingų teorijų požiūriu, bet ir jos sampratą moksliniuose tyrimuose, analizuojančiuose korporatyvinio valdymo įtaką.

1.2. Korporatyvinio valdymo samprata

Terminas „įmonės korporatyvinis valdymas“ daugelyje mokslinių šaltinių yra naudojamas kaip bendrinis pavadinimas ir nėra tiksliai apibrėžiamas, dažniausiai yra išskiriami tik korporatyvinį valdymą lemiantys veiksniai.

Shleifer ir Vishny (1997) korporatyvinį valdymą apibrėžia kaip būdą kuriuo investuotojai gali užsitikrinti savo investicijų grąžą. O investuotojų grąža priklauso nuo daugybės teisinių ir kontraktinių susitarimų, veiksmų įvairiose rinkose ir skirtingų tipų žaidėjų elgsenos. Todėl korporatyvinis valdymas kaip terminas, priklausomai nuo atliekamos mokslinės analizės, skirtinguose moksliniuose šaltiniuose gali būti identifikuojamas ne visiškai tapaciai. Zingales (1998) korporatyvinį valdymą taip pat apibūdinama plačiąja prasme. Autoriaus požiūriu korporatyvinį valdymą galima apibūdinti kaip komplikuoatų apribojimų rinkinį, kuris apibrėžia tariamus nesutarimus iškilusius dėl įmonės valdymo. Gillan and Starks (1998) korporatyvinį valdymą traktuoja kaip įstatymų, taisyklių ir veiksmų, kurie kontroliuoja įmonės procesus, sistemą. Vis dėlto nepriklausomai nuo konkretaus apibrėžimo naudojimo, mokslininkai korporatyvinio valdymo mechanizmą skirsto į dvi grupes: vidinę ir išorinę (žr. 1 pav.).



1 pav. Įmonės korporatyvinio valdymo vidiniai ir išoriniai veiksniai (sudaryta autoriaus remiantis Ross ir kitais (2005))

Kairėje 1 pav. pusėje pavaizduotas vidinis įmonės korporatyvinio valdymo mechanizmas. Įmonės direktorius įmonėje veikia kaip akcininkų atstovas ir sprendžia kur įmonė turėtų investuoti ir kaip tos investicijos turėtų būti finansuotos. Direktorių valdyba, aukščiausias vidinės kontrolės organas, teikia patarimus ir atlieka įmonės direktoriaus su valdymu susijusių veiksmų stebėseną. Direktorių valdyba taip pat turi teisę pasamdyti ir atleisti įmonės vadovą bei skirti priedus ar kompensacijas įmonės vadovams (Jensen, 1993). Dešinėje 1 paveikslo pusėje pavaizduoti išoriniai korporatyvinio valdymo elementai kylantys iš įmonės poreikio didinti kapitalą. Be to išorinis korporatyvinio valdymo mechanizmas atskleidžia, kad viešai listinguojamose įmonėse egzistuoja atskirtis, tarp tų kuriems priklauso įmonės kapitalas ir tarp tų kurie valdo įmonės kapitalą. Ši atskirtis ir kuria korporatyvinio valdymo struktūros poreikį. O remiantis Shleifer and Vishny (1997) pateiktu korporatyvinio valdymo terminu 1 pav. taip pat nurodomas ryšys tarp investuotojų (akcininkų) ir direktorių valdybos. Akcininkai renka valdybos narius ir valdyba, įstatymų nustatyta tvarka, yra patikėjimo teise vykdo akcininkų įpareigojimus.

Žinoma, įmones sudaro daugiau nei tik valdyba, direktorius, akcininkai ir kreditoriai. Gillan (2006) pateikia platesnę perspektyvą apie įmonę ir jos korporatyvinį valdymą. Mokslininkas įmonės korporatyvinį valdymą taip pat skirsto į vidinį ir išorinį. Greta jau anksčiau aptartų vidinių korporatyvinio valdymo veiksmų autorius taip pat priskiria įmonės įstatus ir vidinį įmonės auditą. Išorinius korporatyvinio valdymo veiksmus jis taip pat išskaidė į penkias grupes: įstatymai; darbo rinka, kapitalo rinka ir pan.; informacija ir analizė apie kapitalo rinkos dalyvius; apskaitos, finansų ir teises paslaugas teikiančių išorinių įmonių pateikiama informacija; kiti šaltiniai, tokie kaip žiniasklaida, pateikiantys išorinį požiūrį apie įmones ir situaciją rinkoje.

Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos teigimu (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) korporatyvinis valdymas apima tarpusavio santykius ne tik tarp įmonės vadovų, valdybos ir akcininkų, bet ir tarp kitų suinteresuotų šalių. Be to korporatyvinis valdymas suteikia valdymo struktūrą, kuria remiantis yra nustatomi įmonės tikslai ir priemonės tiems tikslams pasiekti (OECD Principles of Corporate Governance, 2015).

Claessens ir Yurtoglu (2012) korporatyvinio valdymo terminą taip pat skirto į dvi dalis, tačiau autorių skirstymas skiriasi nuo prieš tai aptarto. Pirmasis korporatyvinio valdymo apibrėžimas yra susijęs su elgsenos modeliais, tiksliau sakant su įmonės elgsena, kuri apima tokius veiksnius kaip įmonės veikla, efektyvumas, augimas, finansinė struktūra ir akcininkų bei kitų suinteresuotų šalių elgsena. Šis apibrėžimas apima tokių klausimų kaip įmonės direktorių veiklos, priedų išmokėjimo direktoriams už pasiektus rezultatus, darbo politikos ir įmonės veiklos santykių bei akcininkų vaidmens svarstymą. Antrasis apibrėžimas yra susijęs su normatyvine sistema, tai taisyklės, kuriomis vadovaudamasi įmonė vykdo savo veiklą. Šios taisyklės kyla iš teisinės sistemos, finansų rinkos ir darbo rinkos. Šis apibrėžimas analizuoja kaip normatyvinė sistema skirtingai veikia įmonės ir investuotojų elgsenos modelius.

Taigi, apibendrinus mokslinius apibrėžimus, galima teigti, kad korporatyvinis valdymas yra siejamas su vertės kūrimu akcininkams, o korporatyviniam valdymui analizuoti dažniausiai yra pasitelkiamos šios charakteristikos: valdyba, įmonės direktorius, vidaus auditas ir akcininkų teisės. Dėl galimo poveikio įmonei ir jos vertei susidomėjimas korporatyviniu valdymu ir jo svarba sparčiai auga ne tik tarp akademinės bendruomenės narių, bet ir verslo atstovų, politikų. Todėl svarbu plačiau išanalizuoti kokią įtaką korporatyvinis valdymas daro įmonės vertei.

1.3. Korporatyvinis valdymas Baltijos šalyse

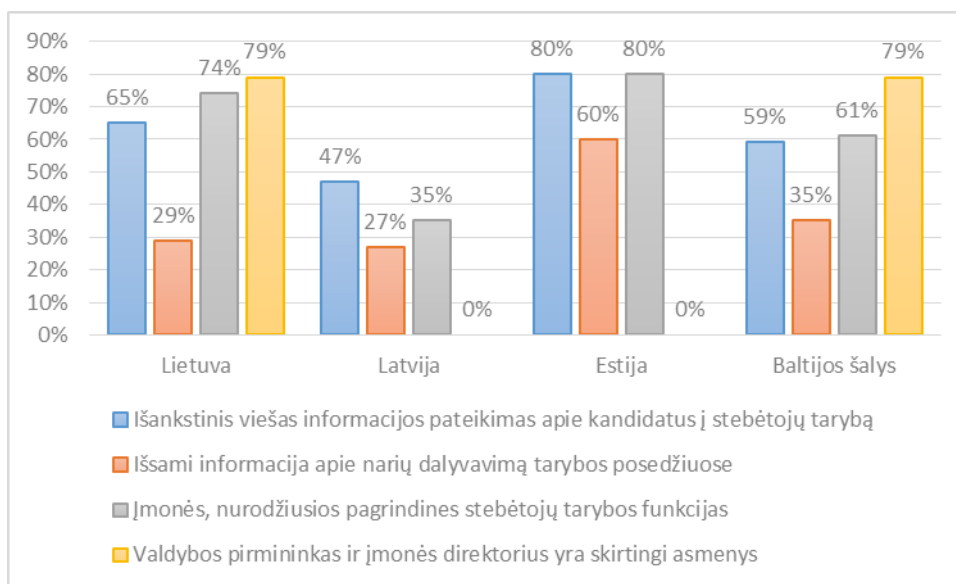
Korporatyvinio valdymo charakteristikos taip pat priklauso ir nuo šalies, kurioje įmonė vykdo savo veiklą. Išoriniai veiksniai, tokie kaip įstatyminė bazė, kultūra ar politiniai sprendimai gali skatinti arba slopinti korporatyvinio valdymo arba atskirų jo charakteristikų diegimą įmonėje (Haxhi ir Ees, 2010). 2015 m. „Nasdaq OMX Baltic“ pirmą kartą įvertino korporatyvinį valdymą Lietuvos, Latvijos ir Estijos rinkose.

Visos Baltijos šalyse listinguojamos įmonės turi įvertinti savo valdybos narių nepriklausomumą atsižvelgiant į nurodytus korporatyvinio valdymo reikalavimus kiekvienoje šalyje. Lietuvoje tiesiog rekomenduojama turėti pakankamą skaičių nepriklausomų valdybos narių, todėl įmonės pačios turi nuspręsti tikslų skaičių. Tuo tarpu Latvijoje ir Estijoje rekomendacijos yra griežtesnės, jos konkrečiai nurodo, kad bent pusė valdybos narių turi būti nepriklausomi. Tačiau tik šiek tiek daugiau nei pusėje,

Baltijos šalyse veikiančių įmonių, kolegialiuose valdymo organuose turi vieną ar daugiau nepriklausomų narių. Tai rodo, kad įmonės nevisiškai laikosi korporatyvinio valdymo nuostatų.

Laikantis gerosios įmonių korporatyvinio valdymo praktikos viešai listinguojamos įmonės taip pat turėtų viešai pateikti kandidatų į stebėtojų tarybą pavardes ir papildomą informaciją (išsilavinimas, kvalifikacija, profesinė patirtis, dalyvavimas kitų įmonių veikloje ir galimi interesų konfliktai) iki visuotinio akcininkų susirinkimo, kuriame jie bus renkami. Tai užtikrina, kad kandidatai turi pakankamai laiko apsispręsti už kurį kandidatą balsuoti. Atlikta analizė parodė, kad 59% visų bendrovių (23 iš 39), vykdydamos rinkimus į stebėtojų tarybą, iš anksto viešai skelbia informaciją apie kandidatus. Daugiausiai informaciją apie kandidatus pateikia Estijoje listinguojamos įmonės (80%), Lietuvoje tokios įmonės sudaro 65%, o Latvijoje tik 47%.

Korporatyvinio valdymo reikalavimuose visose trijose Baltijos šalyse taip pat pabrėžiama, kad kiekvienas kolegialaus valdymo organo narys privalo skirti pakankamai laiko savo pareigoms. Reglamente rekomenduoja pranešti akcininkams, kada valdybos nariai dalyvauja mažiau nei pusėje per metus vykusių posėdžių. Tačiau tik 35% Baltijos šalyse veikiančių įmonių savo metinėse ataskaitose nurodė, kiek valdybos posėdžių įvyko ir koks buvo kiekvieno valdybos nario lankomumo lygis. Estijoje šią informaciją pateikia du kartus daugiau įmonių (60%) nei Lietuvoje (29%) ar Latvijoje (27%) (žr 2 pav.).



2pav. Baltijos šalių įmonės atitinkančios gerąsias korporatyvinio valdymo charakteristikas (sudaryta autoriaus remiantis Nasdaq OMX Baltic apžvalga (2015))

Analizė metu taip pat buvo stebima ar valdybos narių funkcijos yra skelbiamos metinėse ataskaitose arba įmonių internetiniuose puslapiuose. Dažniausiai ši informacija buvo viešai prieinama,

tačiau kartais įmonės pateikia informaciją, kad valdybos narių funkcijos yra apibrėžiamos šalies įstatymuose. Tai gali būti painu užsienio investuotojams, nes jie nėra susipažinę su kiekvienos užsienio valstybės įstatymais. Stebėtojų valdybos narių funkcijų aprašymas yra daug dažnesnis Lietuvoje (74%) ir Estijoje (80%) palyginus su Latvija (35%).

Tačiau Lietuva iš kitų Baltijos šalių išsiskiria tuo, kad įmonėse yra formuojama tik direktorių valdyba ir nėra renkama stebėtojų valdyba. Be to, neatsižvelgiant į korporatyvinio valdymo charakteristikas, Lietuvoje taip pat yra įmonių, kuriose valdybos pirmininko ir įmonės direktoriaus pareigas užima tas pats asmuo.

Vis dėlto net 79% įmonių Baltijos šalyse turi įsisteigę audito komitetą, kuris veikia kaip patariamasis stebėtojų tarybos organas. Lietuvoje ir Latvijoje audito komitetas įmonėse privalomas įstatymiškai, su išlyga, kad mažose ir vidutinėse įmonėse audito komiteto funkcijas gali atlikti stebėtojų taryba. Tačiau Estijoje veikiančios įmonės nėra teisiškai įpareigosios įsteigti audito komitetą, tai tik korporatyvinio valdymo rekomendacija. Lietuvoje ir Estijoje korporatyvinio valdymo rekomendacijos taip pat siūlo įsteigti papildomus komitetus, tokius kaip atlyginimo (*ang. remuneration*) ar paskyrimo (*ang. nomination*) komitetus, kurie padėtų didinti kolegialaus organo efektyvumą. Papildomi komitetai teiktų rekomendacijas priimant sprendimus svarbiais klausimais, dėl kurių gali kilti interesų konfliktas, tačiau galutinį sprendimą priimtų pats kolegialus organas.

Stebėtojų valdybos skaičius Baltijos šalių įmonėse svyruoja nuo 3 iki 11 žmonių, dažniausiai stebėtojų valdybą sudaro 5 žmonės. O direktorių valdybos dydis gali skirtis nuo 1 iki 8 žmonių, dažniausiai įmonės turi 3 valdybos narius. Moterų šiuose valdymo organuose vidurkis Baltijos šalių listinguojamose įmonėse vidutiniškai yra 19%, todėl vidutiniškai vienas iš penkių į kolegialų valdymo organą išrinktų narių yra moteris. Be to, galima teigti, kad beveik pusėje įmonių, priklausančių Baltijos akcijų biržai, moterys nėra išrinktos į valdybą, o likusiose įmonėse kas trečias išrinktas asmuo į kolegialų valdymo organą yra moteris. 2011 m. Europos komisija pranešė, kad Europos Sąjungoje listinguojamose įmonėse vidutiniškai 12% direktorių ir stebėtojų valdybos narių sudaro moterys. Palyginti su Suomijos ir Švedijos įmonėmis, kurių akcijomis prekiaujama viešai, moterys valdyboje 2015 m. atitinkamai sudarė 24% ir 28%. Baltijos šalyse moterų dalis valdyboje buvo tik 19%. Lyčių įvairovė yra tik vienas iš aspektų, kuriuos reikia nagrinėti vertinant tarybos sudėtį. Profesinė įvairovė yra taip pat svarbi, norint pasiekti tinkamą balansą reikalinga patirtis ir įgūdžiai, kurie padeda kurti įmonės vertę.

Veiksminga korporatyvinio valdymo sistema yra labai svarbi, nes gerai valdomos įmonės yra labiau linkę būti konkurencingos ir tvaresnės ilgalaikėje perspektyvoje. Įmonių korporatyviniu valdymu siekiama užtikrinti listinguojamų įmonių skaidrumą ir atskaitomybę. Korporatyvinis valdymas taip pat padėtų išlaikyti akcininkų pasitikėjimą įmone, o tai turėtų paskatinti ilgalaikes

investicijas, ekonominį augimą ir įmonės vertės kūrimą. Todėl svarbu tiksliai nustatyti kokią įtaką įmonės vertei turi korporatyvinis valdymas.

2. KORPORATYVINIO VALDYMO ĮTAKOS ĮMONĖS VERTEI VERTINIMO MODELIO KONSTRAVIMAS

2.1. Korporatyvinio valdymo poveikio apskaičiavimo modeliai ir jų ypatumai

Nors mokslininkai tarpusavyje sutaria, kad korporatyvinis valdymas turi įtakos įmonės vertei ir jos finansiniams rodikliams, tačiau jie taip pat pripažįsta, kad korporatyvinio valdymo poveikį nustatyti yra sudėtinga.

Berrone (2009) teigimu korporatyvinio valdymo struktūra yra pagrindinis veiksnys instituciniams investuotojams padedantis apsispręsti į kurią įmonę investuoti. Be to 75% mokslininkės tyrime dalyvavusių respondentų mano, kad dabartinis korporatyvinio valdymo mechanizmas turi aukštą arba labai aukštą atsakomybės lygį sąlygotą finansinės krizės, ypač finansiniame sektoriuje.

Brown ir Caylor (2006) teigia, kad sąryšis tarp korporatyvinio valdymo ir įmonės finansinių rezultatų mokslinėje literatūroje yra plačiai išanalizuotas, tačiau remiantis Gupta ir kitais (2013) korporatyvinio valdymo ir įmonės vertės tarpusavio ryšys mokslininkų dar nėra visiškai ištirtas.

Remiantis Pucheta-Martinez (2015) dauguma mokslinių straipsnių tiriančių korporatyvinio valdymo ir įmonės vertės ryšį yra paremta trimis anksčiau aptartomis teorijomis:

- agentavimo teorija, kuria remiantis valdyba yra kaip įmonės priežiūros institucija;
- valdytojo (*ang. stewardship*) teorija, kuri teigia, kad direktorių valdyba yra kaip patariamoji institucija;
- priklausomybės nuo išorinių išteklių (*ang. resource dependence*) teorija, pagal kurią valdyba yra ryšys tarp organizacijos ir ją supančios aplinkos.

Vis dėlto nei skirtingos teorijos, nei moksliniai straipsniai nekvestionuoja valdybos tikslo – vykdyti įmonės kontrolę. Tačiau įmonių bankrotai per pastarąjį dešimtmetį parodė, kad bankrutavusių įmonių nepriklausomi valdybos nariai nepranešė apie jokių reikšmingus įmonių vadovų aplaidumus. Remiantis Bekiaris (2013) viena iš pagrindinių pastarosios finansinės krizės priežasčių buvo netinkamas įmonių korporatyvinis valdymas. Du pagrindiniai korporatyvinio valdymo principai – skaidrumas ir atsakingumas – buvo pažeisti investicinių ir komercinių bankų, o tai sąlygojo finansinės krizės pradžią. Siekiant sušvelninti finansinės krizės padarinius tarptautiniu lygiu buvo sukurti korporatyvinio valdymo principai sudarant rekomendacijas, tačiau nebuvo sukurta taisyklių užtikrinančių jų laikymąsi.

1lentelė. Korporatyvinio valdymo apskaičiavimo metodologijos

Mokslininkai	Analizuojamos įmonės	Korporatyvinio valdymo rodikliai	Metodai	Rezultatai
Toledo (2009)	106 įmonės listinguojamos Madrido akcijų biržoje	Mokslininko sudarytas indeksas remiantis Ispanijos gerosios praktikos kodeksu (<i>ang. code</i>) sudarytu iš keturių charakteristikų: informacijos prieinamumas; valdybos sudėtis; nuosavybės struktūra; įmonės skaidrumas.	Mažiausių kvadratų metodas (OLS); Tobin Q rodiklis.	Teigiama koreliacija
Toudas ir Karathanassis (2007)	262 Graikijoje veikiančios įmonės	Mokslininkų sudarytas korporatyvinio valdymo indeksas remiantis apklausa iš 55 nuostatų	Akcijų grąža; vertybinių popierių portfelio sudarymas.	Įmonės, kuriose korporatyvinio valdymo principai yra plačiai išvystyti yra pranašesnės prieš įmones, kuriuose korporatyvinis valdymas nėra išplėtotas.
Clacher ir kiti (2008)	63 Didžiosios Britanijos įmonės listinguojamos FTSE 100 indekse	Mokslininkų sudarytas indeksas, kuriame 22 nuostatos suskirstytos į penkias grupes: valdybos sudėtis; informacijos atskleidimas ir auditas; nuosavybės struktūra; kompensacijų politika; akcininkų teisės.	Turto pelningumo rodiklis (ROA); Tobin Q rodiklis; investicijų išlaidos.	Teigiama koreliacija
Gary ir Gonzalez (2008)	46 Venesueloje listinguojamos įmonės	Mokslininkų sudarytas korporatyvinio valdymo indeksas	Kontroliniai kintamieji	Teigiama koreliacija su įmonės verte
Brown ir Caylor (2006)	2363 įmonės iš ISS duomenų bazės	„Gov-Score“ indeksas sudarytas iš daugiau nei 50 nuostatų suskirstytų į aštuonias grupes.	Turto pelningumo rodiklis (ROA); nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis (ROE); grynojo pelno marža; akcijų grąžos skirtumas; kainos ir pelno santykis; Tobin Q rodiklis; dividendų išmokėjimas; akcijų išpirkimas; rizikos veiksniai; Pearsono ir Spearmano koreliacija.	Įmonės, kuriose korporatyvinio valdymo principai yra plačiau išvystyti yra pelningesnės, mažiau rizikingos ir nepastovios, labiau vertingos.

1 lentelė. Korporatyvinio valdymo apskaičiavimo metodologijos (Tęsinys)

Mokslininkai	Analizuojamos įmonės	Korporatyvinio valdymo rodikliai	Metodai	Rezultatai
Core ir kiti (2006)	Įmonės esančios IRRC duomenų bazėje	Korporatyvinio valdymo indeksas „G-index“ sudarytas Gompers ir kitų (2003)	Turto pelningumo rodiklis (ROA); akcijų grąža; mažiausiųjų kvadratų metodas.	Neigiama koreliacija; Nerasta jokių statistiškai reikšmingų skirtumų tarp įmonių kuriose korporatyvinio valdymo principai yra plačiai išvystyti lyginant su kitomis įmonėmis.
Drobetz ir kiti (2004)	91 įmonė savo veiklą vykdanči Vokietijoje	Korporatyvinio valdymo indeksas sudarytas remiantis apklausa su 30 nuostatų, kurios buvo suskirstytos į penkias kategorijas: korporatyvinio valdymo išipareigojimai; akcininkų teisės; skaidrumas; auditas; direktorių valdyba.	Kainos ir pelno santykis; dividendų pajamingumas; rinkos ir balansinės vertės santykis; mažiausiųjų kvadratų metodas; dviejų žingsnių mažiausiųjų kvadratų metodas (2SLS).	Teigiama korporatyvinio valdymo įtaka įmonės vertei ir akcijų grąžai.
Aggarwal ir Williamson (2006)	7559 įmonės iš ISS duomenų bazės nuo 2001 iki 2005	Mokslininkų sudarytas indeksas, kuriame 64 nuostatos suskirstytos į aštuonias grupes: direktorių valdyba; įstatai; valstybės įtraukimas; kompensacijų politika; įmonės pažanga (ang. <i>progressive practices</i>); nuosavybės struktūra; direktoriaus išsilavinimas; auditas.	Tobin Q rodiklis; mažiausiųjų kvadratų metodas.	Teigiama koreliacija
Cheng ir Wu (2006)	4330 įmonės iš ISS duomenų bazės nuo 2002 iki 2004	Korporatyvinio valdymo indeksas sudarytas pagal CGQ reitingą.	Akcijų grąža; vertybinių popierių portfelio sudarymas.	Įmonės, kuriose korporatyvinio valdymo principai yra plačiai išvystyti yra pranašesnės prieš įmones, kuriuose korporatyvinis valdymas nėra išplėtotas.
Spellman ir Watson (2009)	Visos JAV įmonės esančios GMI indekse nuo 2003 iki 2008	Korporatyvinio valdymo indeksas sudarytas pagal GMI indeksą.	Akcijų grąža; mažiausiųjų kvadratų metodas.	Teigiama koreliacija

Autoriai, siekdami įvertinti korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei, taiko skirtingus korporatyvinio valdymo rodiklius ir skaičiavimo metodus. 1 lentelėje pateikiami dažniausiai moksliniuose šaltiniuose sutinkami korporatyvinio valdymo poveikio apskaičiavimo metodai.

Iš 1 lentelės matyti, kad mokslininkai savo tyrimams atlikti dažniausiai taiko mažiausiųjų kvadratų metodą, tačiau jie taip pat yra linkę sudaryti ir vertybinių popierių portfelį arba pritaikyti kitokio pobūdžio metodus. Be to, nėra pastebima jokios tendencijos dėl bendro korporatyvinio indekso naudojimo. Todėl galima daryti išvadą, kad mokslininkai tirdami korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei, priklausomai nuo pasirinktos analizės krypties, taiko, jų nuomone, geriausiai atitinkančius skaičiavimo metodus ir rodiklius.

Villanueva-Villar, Rivo-Lopez ir Lago-Penas (2016) analizavo korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei finansinės krizės metu Ispanijoje. Tyrimo tikslas buvo nustatyti valdybos sudėties ir struktūros įtaką įmonės finansinei veiklai esant nepalankioms ekonominėms sąlygoms. Tyrimo metu buvo analizuojamos korporatyvinio valdymo charakteristikos, tokios kaip valdybos dydis, generalinio direktoriaus duališkumas (generalinis direktorius tuo pačiu metu yra ir įmonės valdybos pirmininkas), valdybos nepriklausomumas ir valdybos posėdžių periodiškumas. Mokslininkai išsikėlė hipotezę, kad įmonės valdyba turi tiesioginį poveikį įmonės vertei esant nepalankioms ekonominėms sąlygoms. Iškeltai hipotezei patvirtinti arba paneigti mokslininkai atliko ekonometrinę analizę naudodamiesi 2005 – 2012 metų Ispanijos vertybinių popierių biržos duomenimis. Gauti rezultatai patvirtino mokslininkų iškelta hipotezę, kad valdybos sudėties ir struktūros reikšmė padidėja esant nepalankioms ekonominėms sąlygoms. Be to nepriklausomų valdybos narių skaičius ir valdybos dydis yra reikšmingi kintamieji finansinės krizės metu, turintys teigiamą poveikį įmonės vertės kūrimui. Tačiau mokslininkų rekomendacijos prieštarauja kitų mokslininkų išvadoms, kad valdybos narių skaičius turėtų būti nedidelis. Vis dėlto autoriai pabrėžia, kad didelis valdybos narių skaičius įmonei yra naudingas tik esant nepalankioms ekonominėms sąlygoms. Taip pat analizės metu nustatyta, kad didėjantis nepriklausomų valdybos narių skaičius didina įmonės vertę. Be to siekiant, kad nepriklausomų narių išsakyta nuomonė valdyboje būtų sviri taip pat svarbus ir jų santykis valdyboje lyginant su kitais valdybos nariais.

Gupta ir Sharma (2014) tyrė korporatyvinio valdymo įtaką Indijos ir Pietų Korėjos bendrovėms. Mokslininkų tyrimai parodė, kad įmonės turinčios geresnius korporatyvinio valdymo principus pasiekia geresnių rezultatų. Jie taip pat nustatė, kad korporatyvinis valdymas turi įtakos įmonių finansiniams rezultatams ir akcijų kainoms.

Koerniadi ir kiti (2014) analizavo įmonių korporatyvinio valdymo praktiką ir akcijų grąžos kintamumą. Jų tyrimų rezultatai parodė, kad kitiems veiksniams nekintant įvairios korporatyvinio

valdymo charakteristikos, tokios kaip valdybos sudėtis, akcininkų teisės ir informacijos atskleidimo praktika yra susiję su žemesnių įmonės rizikos lygiu.

Andreou ir kiti (2014) analizavo ryšį tarp korporatyvinio valdymo ir finansinių sprendimų, tokių kaip gautų pajamų valdymas ir optimaliausias investicijas į jūreivystės pramonę. Jie taip pat tyrė veiksnius turinčius įtakos įmonės finansiniams rezultatams. Tyrimu metu buvo nustatyta, kad mokslininkų naudojamos korporatyvinio valdymo charakteristikos, tokios kaip akcijų nuosavybė, valdybos dydis, dalyvavimas įmonės valdymo komitetuose, procentinė dalis įmonės direktorių priklausančių valdybai, generalinio direktoriaus užimamos valdybos pirmininko pareigos, yra susiję su įmonės finansiniais sprendimais ir rezultatais.

Autoriai Ammann, Oesch ir Schmid (2011) analizuodami 6663 įmonių iš 22 šalių korporatyvinio valdymo poveikį jų vertei sudarė indekso modelį, kuriame buvo naudojami vertinimo kriterijai iš „Governance Metrics International“ (GMI) indekso. Pasitelkdami visus indekso kriterijus mokslininkai iš viso suformavo tris indeksus. Pirmajame indekse visi kriterijai buvo vertinami vienetu, jeigu įmonė atitinką nuostatą, ir nuliu, jeigu nuostatos neatitinka, o indeksas buvo apskaičiuojamas kaip procentinė dalis įmonės atitinkamų nuostatų lyginant su visais kriterijais. Jeigu įmonė neteikė informacijos siekiant įvertinti vieną ar kitą kriterijų, mokslininkai eliminuodavo nuostatą iš indekso skaičiavimų. Todėl pirmojo indekso (CGI1) vertė gali būti laikoma procentinė dalis atributų, kurios įmonė atitinka ir kurie nėra pašalinti dėl informacijos trūkumo, lyginant su visais indekso skaičiavimui panaudotais kriterijais. Antrasis indeksas (CGI2) autorių buvo sudaromas taip pat kaip ir pirmasis, tik šį kartą nuostatos, apie kurias įmonė neteikė jokios informacijos, nebuvo pašalinamos iš indekso kriterijų sąrašo, o buvo vertinamos nuliu. Jeigu tikimybė, kad įmonės viešai pateikiama informacija apie korporatyvinį valdymą, teigiamai koreliuoja su tikimybe, kad ši informacija atitiks nuostatą iš indekso vertinimo ir bus įvertinta teigiamai, mokslininkų nuomone antrasis indeksas (CGI2) turės didesnę įvertinimą lyginant su pirmuoju indeksu (CGI1). Trečiąjį indeksą autoriai sukūrė adaptuodami Principal Component Analysis (PCA) indeksą. Larcker, Richardson ir Tuna (2007) teigimu PCA indeksas turi mažiausią matavimo paklaidą lyginant su kitais moksliniuose šaltiniuose pačių autorių sudarytais korporatyvinio valdymo indeksais. Kaip pagrindinis rezultatų matavimo vienetas yra naudojamas Tobin Q rodiklis. Tolimesnei korporatyvinio valdymo ir įmonės vertės santykio analizei atlikti mokslininkai naudoja keletą kintamųjų: dviejų paskutinių metų pardavimų augimas, mokslinių tyrimų ir plėtros išlaidų santykis su pardavimais, grynujų pinigų ir viso turto santykis, kapitalo išlaidų ir viso turto santykis, įmonės pelno prieš palūkanas ir mokesčius santykis su pardavimais, finansinis svertas.

Mokslininkai Pae ir Choi (2011) tyrė kodėl įmonės su visapusišku korporatyviniu valdymu turi papildomą vertę lyginant su įmonėmis, kuriose korporatyvinis valdymas nėra plačiai išvystytas.

Mokslininkai korporatyvinio valdymo įtakai listinguojamose Korėjos kompanijose apskaičiuoti sudarė korporatyvinio valdymo indeksą pasitelkdami „Corporate Governance Service“ pateikiamus duomenis apie penkias korporatyvinio valdymo charakteristikas:

- investuotojų apsauga;
- direktorių valdyba;
- viešai pateikiama informacija;
- auditas;
- pelno padalijimas (profit sharing).

Pae ir Choi (2011) korporatyvinio valdymo indeksas buvo sudarytas iš 99 atributų, o indekso rezultatai autoriai apskaičiavo remdamiesi Bebchuk ir kitais (2009), kuomet kiekvienos iš penkių charakteristikų rezultatas buvo perskaičiuojamas procentais, o galutinė indekso vertė buvo apskaičiuojama kaip svertinis visų charakteristikų vidurkis.

Mokslininkai savo tyrime aiškiai atskiria korporatyvinio valdymo įtaką įmonės finansinei veiklai ir jos vertei. Remiantis Choi ir Jung (2008) įmonės finansiniai rodikliai yra susiję su įmonės veiklos sprendimais priimtais praeityje, nes įmonės finansinės veiklos įvertinimui naudojamos įmonės finansinės ataskaitos. Todėl įmonės finansinės veiklos rezultatai yra praeityje priimtų įmonės sprendimų atspindys. O įmonės vertė visų pirma yra susijusi su įmonės akcijų kaina vertybinių popierių rinkoje. Be to, rinkos vertė atspindi ne tik praeities ir dabarties įmonės finansinės veiklos rezultatus, ji taip pat atspindi rinkos lūkesčius apie įmonės pelningumą ateityje. Todėl įmonės vertei nustatyti autoriai pasitelkė santykinius rodiklius, atspindinčius korporatyvinio valdymo elementus, tokius kaip:

- kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai rodiklį (P/E);
- akcijos kainos ir buhalterinės vertės rodiklis (P/B)
- Tobin Q rodiklis

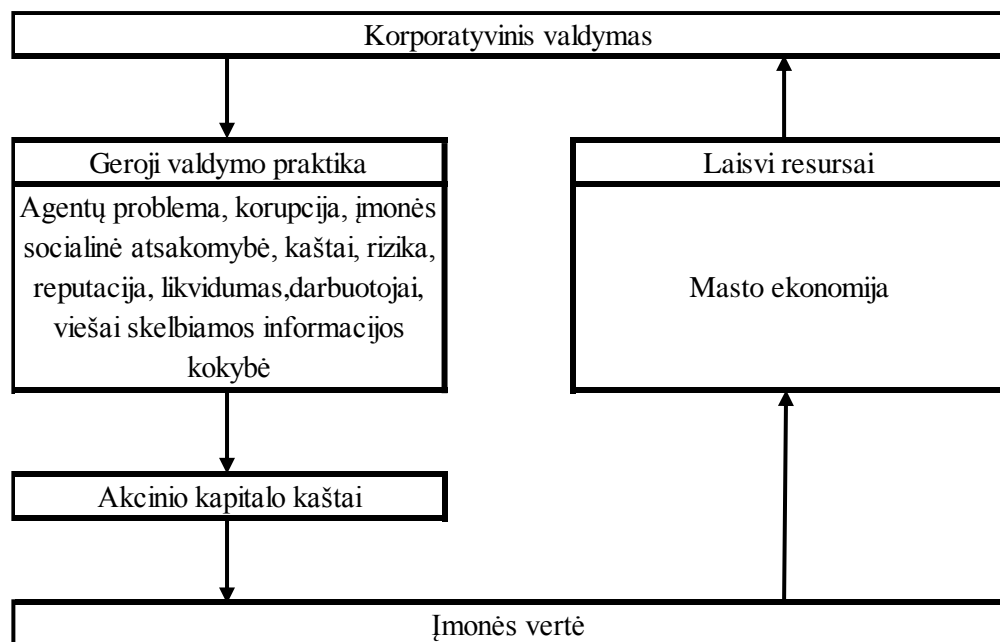
Vertybinių popierių kaina, kuri yra skaitiklis P/E ir P/B santykinuose rodikliuose, atspindi rinkos lūkesčius dėl įmonės pelningumo ateityje, o Tobin Q rodiklis parodo santykį tarp įmonės rinkos ir buhalterinės vertės.

Pae ir Choi (2011) moksliniame darbe analizuoja kaip korporatyvinio valdymo principai padeda sumažinti įmonės nuosavo kapitalo kaštus, kurie remiantis Penman (2006) yra vienas iš pagrindinių veiksnių siekiant nustatyti įmonės vertę. Kapitalo kaštai turi tiesioginę įtaką įmonės būsimųjų pinigų srautų dabatinei vertei. Todėl įmonės vertę mokslininkai apskaičiavo kaip būsimus įmonės finansinius rezultatus (*ang. corporate firm performance (CFP)*) padalintus iš nuosavo kapitalo kainos (COC).

$$\text{Įmonės vertė} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFP_t}{(1+COC)^t} \quad (2)$$

Iš formulės (2) matyti, kad įmonės vertė turi teigiamą tiesioginę priklausomybę nuo įmonės finansinių rezultatų, kurie atspindi būsimuosius pinigų srautus, ir neigiamą priklausomybę su įmonės nuosavo kapitalo kaina. Todėl kuo žemesnė nuosavo kapitalo kaina, tuo didesnė įmonės vertė, *ceteris paribus*.

Healy ir Palepu (2001) teigia, kad įmonės, kurios viešai skelbia daugiau informacijos, pritraukia daugiau investuotojų, o tai sąlygoja likvidumo padidėjimą, kuris padeda sumažinti nuosavo kapitalo kaštus. Cheng ir kitų (2006) atlikti tyrimai rodo, kad didesnis informacijos viešinimas mažina informacijos asimetriją, kuri mažina nuosavo kapitalo kainą, nes mažėja rizika, kad investuotojams nebus suteikta visa reikiama informacija. Byun ir kiti (2008) taip pat nustatė, kad įmonėse su geresniais korporatyvinio valdymo principais rizika, kad investuotojams nebus suteikta visa informacija, yra mažesnė palyginus su kitomis įmonėmis. Ryšys tarp įmonės korporatyvinio valdymo, nuosavo kapitalo kainos ir kitų charakteristikų pavaizduotas 3 paveiksle.



3pav. Įmonės korporatyvinio valdymo, akcinio kapitalo kaštų ir įmonės vertės ryšys (sudaryta autoriaus remiantis Pae ir Choi (2011))

3 paveiksle rodyklės žemyn atspindi gero valdymo teoriją (*ang. good management theory*), kuri teigia, kad įmonėse, kuriose yra gerai išvystytas korporatyvinis valdymas, yra užtikrinamas tinkamas valdymas, o tai sąlygoja kokybiškos informacijos pateikimą, dėl ko sumažėja agentų problema ir

įmonės specifinė rizika. Neville ir kiti (2005) teigia, kad sustiprėjusi reputacija rinkoje padidina galimybę įdarbinti daugiau darbuotojų. Nors įmonės korporatyvinis valdymas remiantis Choi ir Jung (2008) gali būti svarbus siekiant pagerinti įmonės veiklos efektyvumą ateityje, tačiau nėra visiškai aišku ar korporatyvinis valdymas turi įtakos dabartiniams įmonės finansinės veiklos rezultatams. Kuomet vertybinių popierių rinka yra efektyvi, visa svarbi ir vertinga informacija akimirksniu pakeičia akcijų kainą.

Rodyklės aukštyn 3 paveiksle atspindi laisvų resursų teoriją, kuri teigia, kad įmonės, kurios didelę rinkos vertę, turi daugiau laisvų lėšų, kurias gali investuoti į korporatyvinio valdymo gerinimą. Tai sąlygotų įmonės įvertinimą tarp investuotojų, kurie dar labiau padidintų įmonės vertę. Tokiu būdu susikuria ciklas, kuriame įmonė, turinti aukštus korporatyvinio valdymo principus, skatina gerinti valdymą, dėl to mažėja akcinio kapitalo kaštai ir didėja įmonės vertė. Turėdami daugiau laisvų resursų įmonės vadovai gali juos skirti savo reikmėms ar pasididinti savo atlyginimus. Tačiau jie taip pat gali skirti daugiau lėšų darbuotojų lavinimui, aplinkai, kas skatintu visapusišką korporatyvinį valdymą.

Mokslininkai remdamiesi Ohlson ir Juettner-Nauroth (2005) bei Easton (2004) modeliais santykiui tarp nuosavo kapitalo kaštų ir korporatyvinio valdymo įvertinti sudarė formulę:

$$r_{jt} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{jt} + \gamma_1 Beta_{jt} + \gamma_2 Disp_{jt} + \gamma_3 gSales_{jt} + \gamma_4 TA_{jt} + \gamma_5 FLV_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

CGI – korporatyvinio valdymo indeksas

Beta – 5 metų beta iš kapitalo kaštų nustatymo (CAPM) modelio

TA – natūrinis įmonės viso turto logaritmas

FLV – finansinis svertas, apskaičiuojamas kaip įmonės visas turtas padalintas iš įmonės buhalterinės vertės

Disp – dispersija

Sales - pardavimai

Formulė (3) leidžia kontroliuoti daugelį veiksnių, kurie, remiantis ankstesniais tyrimais, turi poveikį įmonės nuosavo kapitalo kaštams. Barth and Hutton (2004) teigia, kad Beta padeda kontroliuoti sistemine riziką. O įmonės, kuriose korporatyvinis valdymas yra plačiai išvystytas turi tendenciją turėti mažesnę nuosavo kapitalo kainą. Remiantis Gebhard ir kitais (2001) įmonių akcijos kainos prognozės dispersija (Disp) apskaičiuojama kaip prognozių standartinis nuokrypis defliuotas pagal bendrą prognozę. Į formulę taip pat buvo įtraukti pardavimai (sales), visas įmonės turtas (TA) ir finansinis svertas (FLV) kaip kontroliniai kintamieji. Dechow ir kitų (2004) teigimu tarp pardavimų augimo ir nuosavo kapitalo kainos egzistuoja teigiamas ryšys, nes įmonės su augimo galimybe rinkoje yra labai vertinamos. Habib (2006) nustatė, kad įmonės, kurios teikia informaciją apie savo veiklą,

sumažina informacijos asimetriją tarp suinteresuotų šalių, kuri savo ruožtu mažina nuosavo kapitalo kainą. Dažniausiai daugiau informacijos apie savo vykdomą veiklą teikia didelės įmonės, todėl įmonės dydžiui nustatyti mokslininkai naudoja įmonės viso turto natūrinį logaritmą. O remiantis laisvų resursų teorija didelės įmonės turi daugiau laisvų išteklių, kurios gali panaudoti korporatyviniam valdymui gerinti.

Mokslininkų gauti rezultatai patvirtina, kad korporatyvinis valdymas yra svarbus įmonės vertės veiksnys. Remiantis Pae ir Choi (2011) gautais rezultatais, korporatyvinis valdymas suteikia įmonėms konkurencinį pranašumą prieš kitas įmones. Korporatyvinio valdymo privalumai įmonėse pasireiškia kaip darbuotojų etiškas bendravimas, mažesniais kapitalo kaštais, geresne reputacija ir geresniais santykiais su investuotojais.

Autoriai Zabria, Ahmadb ir Wah (2013) taip pat analizuoja, jų teigimu, įmonės valdymui daugiausia įtakos turinčius veiksnius:

- valdybos dydis
- valdybos narių nepriklausomumas

Zabria, Ahmadb ir Wah (2013) analizuojamų veiksnių daroma įtaka įmonės veiklos rezultatams apskaičiuojama pasitelkus turto pelningumo rodiklį (ROA) ir nuosavo kapitalo pelningumo rodiklį (ROE). Analizei atlikti autoriai iškėlė šias keturias hipotezes:

- egzistuoja ryšys tarp įmonės valdybos dydžio ir ROA
- egzistuoja ryšys tarp įmonės valdybos dydžio ir ROE
- egzistuoja ryšys tarp įmonės valdybos narių nepriklausomumo ir ROA
- egzistuoja ryšys tarp įmonės valdybos narių nepriklausomumo ir ROE

Hipotezėms įrodyti naudojami šimto geriausių viešai BMB listinguojamų kompanijų duomenys nuo 2008 iki 2012 metų. Kompanijos, kurios viešai neteikė tyrimui reikalingų duomenų buvo eliminuotos ir kitomis kompanijomis nebuvo keičiamos, todėl po duomenų surinkimo tolimesniems tyrimas buvo atrinktos 86 kompanijos. Duomenys buvo analizuojami pasitelkiant „Statistical Package for Social Sciences“ (SPSS) programą.

Ryšiui tarp kintamųjų nustatyti buvo pasitelktas Spearmano koreliacijos koeficientas, gauti rezultatai pateikiami 2 lentelėje.

2lentelė. Analizės rezultatai (Sudaryta autoriaus remiantis Zabria, Ahmadb ir Wah, 2013)

		ROA	ROE
Valdybos dydis	Koreliacijos koeficientas	-0,214	-0,139
	Tikimybė	0,048	0,201
Nepriklausomi	Koreliacijos	0,030	0,060

valdybos nariai	koeficientas		
	Tikimybė	0,786	0,582

Iš 2 lentelės matyti, kad koreliacijos koeficientas tarp valdybos dydžio ir ROA (pirmoji hipotezė) yra -0,214. Gauta neigiama reikšmė rodo, kad tarp šių dviejų kintamųjų egzistuoja silpnas neigiamas ryšys. Tai rodo, kad valdybos dydis yra atvirkščiai proporcingas įmonės ROA. Didelė valdybos sudėtis, remiantis autorių gautais tyrimo rezultatais, mažina bendrovės ROA. Tikimybė $p=0.048 < 0.05$, todėl pirmoji hipotezė yra patvirtinta. Todėl galima daryti išvadą, kad egzistuoja statistiškai reikšmingas ryšys tarp įmonės valdybos ir ROA. Koreliacijos koeficientas tarp valdybos dydžio ir ROE (antroji hipotezė) yra -0,139. Gauta neigiama reikšmė taip pat parodo, kad tarp šių dviejų kintamųjų egzistuoja silpnas neigiamas ryšys. Tai rodo, kad valdybos dydis yra atvirkščiai proporcingas įmonės ROE. Didelė valdybos sudėtis, remiantis autorių gautais tyrimo rezultatais, mažina bendrovės ROE. Apskaičiuota tikimybė $p = 0.201 > 0.05$, todėl antroji hipotezė atmetama. Galima daryti išvadą, kad ryšys tarp valdybos dydžio ir ROE neegzistuoja. Gauti rezultatai parodo, kad ryšys tarp įmonės valdybos dydžio ir įmonės veiklos rezultatų yra nebaigtinis. Vis dėlto neigiama įmonės valdybos dydžio koreliacija su ROA ir ROE rodo silpną neigiamą ryšį tarp šių kintamųjų, todėl galima daryti prielaidą, kad mažos sudėties valdybos gali lemti geresnius įmonės veiklos rezultatus.

Koreliacijos koeficientas tarp valdybos narių nepriklausomumo ir ROA (trečioji hipotezė) yra 0,03. Gauta reikšmė rodo, kad tarp šių dviejų kintamųjų egzistuoja silpnas teigiamas ryšys. Tai rodo, kad valdybos narių nepriklausomumas yra tiesiogiai proporcingas įmonės ROA. Didesnis nepriklausomų valdybos narių santykis sąlyginai lemia didesnę įmonės ROA. Tačiau, $p=0.786 > 0.05$, todėl trečioji hipotezė turi būti atmetama. Todėl galima daryti išvadą, kad nėra reikšmingo ryšio tarp nepriklausomų valdybos narių santykio ir bendrovės ROA. Koreliacijos koeficientas tarp valdybos narių nepriklausomumo ir ROE (ketvirtoji hipotezė) yra 0,06, o $p=0.582 > 0.05$. Gauta reikšmė rodo, kad tarp šių dviejų kintamųjų egzistuoja silpnas teigiamas ryšys, tačiau tikimybė turi būti atmesta.

Mousavi ir kiti (2010) tyrė korporatyvinio valdymo reguliavimo mechanizmo charakteristikų, tokių kaip nuosavybės koncentracijos sąryšio su turto pelningumo (ROA) ir nuosavo kapitalo pelningumo (ROE) rodikliais bei rinkos vertės įtaką įmonės balansinei vertei. Mokslininkų gauti rezultatai parodė, kad egzistuoja statistiškai reikšmingas ryšys tarp nuosavybės koncentracijos ir ROA rodiklio, tačiau nėra jokio statistiškai reikšmingo ryšio tarp nuosavybės koncentracijos ir ROE rodiklio taip pat statistiškai reikšmingas ryšys nenustatytas tarp rinkos vertės ir įmonės balansinės vertės.

Remiantis Zabria, Ahmadb ir Wah (2013) bei Mousavi ir kitų (2010) mokslinių tyrimų gautais rezultatais galima teigti, kad įmonės finansinius rodiklius geriausia naudoti analizuojant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės finansinės veiklos pokyčiams. ROA ir ROE rodiklių taikymas

apskaičiuojant korporatyvinio valdymo ar jo atskirų charakteristikų poveikį įmonės vertei dažniausiai yra statistiškai nereikšmingas, todėl šių rodiklių įtraukimas į analizę yra netikslingas.

Lee (2008) analizavo nuosavybės struktūros įtaką įmonės finansinei veiklai. Autorius analizavo du įmonės finansinei veiklai poveikį turinčius kriterijus: nuosavybės koncentraciją ir akcininkų struktūrą. Analizei buvo naudojami 2000 – 2006 metų Pietų Korėjos akcijų biržoje listinguojamų įmonių duomenys. Gauti rezultatai parodė, kad įmonės finansiniai rezultatai gali būti pagerinti didinant įmonių nuosavybės koncentraciją, tačiau institucinių investuotojų ir užsienio investuotojų daromas poveikis nėra reikšmingas.

Mokslininkai Black, Jang ir Kim (2005) analizuodami ryšį tarp korporatyvinio valdymo ir jo poveikio įmonės vertei taip pat sukūrė korporatyvinio valdymo indeksą paremtą Korėjos vertybinių popierių biržos (KSE) apklausos duomenimis. KSE atliko išsamią apklausą apie korporatyvinio valdymo praktiką ir požiūrį į tokį valdymą visoms Korėjos vertybinių popierių biržoje listinguojamoms kompanijoms. Iš 560 respondentų buvo sulaukta 540 atsakymų, tačiau mokslininkai iš gautų atsakymų pašalino 5 bankus, kurių valdymas priklausė valstybei, todėl tolimesniuose skaičiavimuose autoriai naudojo apklausos duomenimis iš 535 įmonių.

Korporatyvinio valdymo indeksui sudaryti mokslininkai pasinaudojo 123 kintamaisiais iš KSE atliktos apklausos, pašalindami klausimus, kurie buvo mažai susiję su korporatyviniu valdymu, buvo dviprasmiški, persidengdavo su kitais kintamaisiais. Atlikus kintamųjų atranką korporatyvinio valdymo indeksas buvo sudarytas iš 38 elementų, kurie buvo suskirstyti į 5 grupes (subindeksus):

- akcininkų teisės;
- direktorių valdyba;
- nepriklausomi direktoriai;
- audito komitetas ir vidinis auditas;
- informacijos atskleidimas investuotojams.

Mokslininkai prie esamų 5 grupių pridėjo dar vieną papildomą subindeksą – nuosavybės paritetą, kuriuo apskaičiuojama, kaip kontrolinį akcijų paketą turintis akcininkas naudodamas piramidės ar kryžminio laikymo (*ang. cross-holding*) valdymo struktūrą, kuomet vienos listinguojamos įmonės akcininkas turi kitos toje pačioje biržoje esančios listinguojamos įmonės akcijų, siekį valdyti daugiau balsų, negu jam priklauso pagal turimų akcijų skaičių.

Mokslininkai apjungė visus šešis subindeksus į bendrą korporatyvinio valdymo indeksą. Jie taip pat standartizavo kiekvieno subindekso reikšmę nuo 0 iki 20. Korporatyvinio valdymo indeksas (CGI1) buvo sudarytas pagal žemiau pateiktą formulę:

$CGII = \text{akcininkų teisių subindeksas} + (\text{direktorių valdybos subindeksas} + \text{nepriklausomų direktorių subindeksas})/2 + \text{audito komiteto ir vidinio audito subindeksas} + \text{informacijos atskleidimo subindeksas} + \text{nuosavybės pariteto subindeksas}$ (1)

Autoriai apjungė direktorių valdybos ir nepriklausomų direktorių subindeksus į bendrą direktorių valdybos subindeksą. O bendra korporatyvinio valdymo indekso reikšmė varijuoja intervale nuo 0 iki 100. Kuo didesnė indekso vertė, tuo geresnis korporatyvinis valdymas taikomas įmonėse.

Kiekviena nuostata kiekviename subindekse buvo vertinama nuo 0 iki 1. Subindekso reikšmė buvo apskaičiuojama subindekso nuostatų įvertinimų suma ir padalijama iš nuostatų, apie kurias įmonės pateikė informaciją, skaičiaus. Gauta subindekso vertė buvo padauginta iš 20, todėl taip kiekvieno subindekso vertė varijavo intervale nuo 0 iki 20.

Mokslininkai taip pat apskaičiavo koreliaciją tarp subindeksu, korporatyvinio valdymo indekso ir CLSA bei S&P indeksų į kuriuos buvo įtrauktos tyrime analizuojamos įmonės. Gauti rezultatai parodė, kad koreliacija yra stebėtinai maža, ypač lyginant su S&P indeksu. Koreliacija tarp CGII indekso ir CLSA indekso yra 0,32, o tarp CGII ir S&P indekso tik 0,06. Tačiau mokslininkai dėl sąlyginai mažos imties negalėjo įvertinti S&P ir CLSA indeksų įtakos jų sudarytam modeliui.

Tolimesniame etape mokslininkai atliko analizę remdamiesi mažiausiųjų kvadratų metodu (OLS). Autoriai visose regresinėse analizėse identifikuodavo išskirtis ir pašalindavo jas iš sudaryto modelio. Eliminavus išskirtis ir įmones viešai nepateikiančias duomenų kontroliniams kintamiesiems (*ang. control variables*) apskaičiuoti analizuojamų įmonių skaičius nuo 526 sumažėjo iki 489.

Siekiant sumažinti klaidų tikimybę, apskaičiuojant koreliaciją tarp korporatyvinio indekso ir įmonės vertės, į korporatyvinio valdymo poveikio modelius buvo įtraukti kontroliniai kintamieji: įmonės dydis ir įmonės amžius (laikotarpis nuo įmonės įsteigimo). Remiantis Shin ir Stulz (2000) bei Durnev ir Kim (2002) įmonės dydžiui nustatyti yra naudojamas natūrinis turto logaritmas ($\ln(\text{turtas})$). Įmonės amžius dažniausiai nustatomas kaip įmonės amžiaus natūrinis logaritmas, tačiau dėl įmonių viešai pateikiamos informacijos trūkumo, paprasčiau šį kintamąjį apskaičiuoti kaip įmonės listingavimo vertybinių popierių biržoje laikotarpio natūrinį logaritmą. Šis kintamasis turėtų būti neigiamas, nes neseniai pradėtos listinguoti įmonės yra linkę greičiau augti ir dar neturi sukaukę didelio materialaus turto. Kaip kontrolinis kintamasis yra įtraukiamas skolos ir turto santykis. Pramonės šakos kintamasis nustatomas kaip alternatyvus (fiktyvus) kintamasis remiantis Korėjos pramonės šakų klasifikavimu (*angl. Korea Standard Industrial Classification*). Tobin Q rodiklis yra teigiamai susijęs su įmonės augimo perspektyva, todėl šiam poveikiui patikrinti yra naudojami penkerių metų pardavimų augimas, mokslinių tyrimų ir plėtros išlaidų santykis su pardavimais bei reklamos išlaidų santykis su pardavimais. Įmonės rinkos dalis pramonės šakoje taip pat bendra

pramonės koncentracija gali turėti įtakos įmonės pelningumui, todėl kaip kontroliniai kintamieji buvo įtraukti rinkos dalies ir rinkos koncentracijos kintamieji. Įmonių, kurių akcijas rinkoje parduoti yra lengviau, akcijų rinkos vertė gali būti didesnė, todėl mokslininkai įtraukė akcijų apyvartos kintamąjį, kuris yra apskaičiuojamas kaip akcijų, kuriomis prekiaujama, skaičius padalintas iš akcijų, kurios priklauso akcininkams, skaičiaus. Taip pat buvo įtrauktas 30 didžiausių verslo konglomeratų, valdomų šeimos narių, narystės kintamasis, nes remiantis Joh (2003), Cho ir Kang (2002) bei Ferris, Kim ir Kitsabunnarat (2003) konglomeratinės įmonės veikia skirtingai lyginant su kitomis įmonėmis. Akcijų skaičius priklausantis didžiausiam akcininkui yra dar vienas kintamasis, nes Joh (2003) ir Cho ir Kang (2002) moksliniuose tyrimuose nustatė, kad įmonių, kuriose didžiąją akcijų dalį turi vienas arba keli akcininkai, vertė yra didesnė. Doidge, Karolyi ir Stulz (2002) bei Coffee (2002) nustatė, kad įmonės turinčios 2 ir 3 lygio Amerikos depozitoriumo pakvitavimus (ADR) turi didesnę Tobin Q rodiklį. Todėl ADR buvo taip pat įtraukti į modelį kaip kontroliniai kintamieji. Mokslininkai alternatyvių (fiktyvių) kintamųjų pagalba analizuoja modelyje esančių įmonių priklausymą „Morgan Stanley Capital International“ (MSCI) indeksui. Įmonės priklausymas šiam indeksui gali įgalinti užsienio investuotojų interesus. Bankų alternatyvus (fiktyvus) kintamasis yra paskutinis kintamasis įtrauktas į modelį. Šio kintamojo įtraukimą sąlygojo tai, kad bankų veikla skiriasi nuo įprastos įmonių veiklos arba jų vertė gali būti vertinama kitaip nei įprastų įmonių.

Analizuojant korporatyvinio valdymo poveikį įmonės vertei taip pat svarbu nustatyti sudaryto modelio endogeniškumą (įmonė su didele rinkos verte gali pati pasirinkti pradėti taikyti korporatyvinio valdymo principus įmonėje, tuomet priežastinis ryšys atsiranda nuo priklausomo kintamojo (įmonės vertės) įtakos korporatyviniam valdymui, o ne atvirkščiai). Hermalin ir Weisbach (2004) bei Wintoki ir kiti (2008) teigia, kad dabartiniai įmonės veiksmai turės įtakos įmonės valdymui ir efektyvumui ateityje, o tai savo ruožtu turės įtakos įmonės ateities veiksams. Bhagat ir Black (2002) sudarydami regresinę lygtį mažiausių kvadratų metodu apskaičiavo, kad tarp įmonės valdybos nepriklausomumo ir įmonės našumo rodiklių yra neigiama koreliacija. Tačiau mokslininkai taip pat nustatė, kad įmonėse, kurių našumas buvo žemas, direktorių valdyboje buvo didelis direktorių nepriklausomumas. Pradėjus kontroliuoti įmonės valdybos sudarymo endogeniškumą neigiama koreliacija tarp įmonės valdybos narių nepriklausomumo ir įmonės našumo tapo silpna ir statistiškai nereikšminga. Durnev ir Kim (2002) sukūrė paprastą modelį pagal kurį įmonės korporatyvinio valdymo principų pasirinkimas yra endogeniškai susijęs su investavimo galimybėmis, finansavimu iš išorės ir akcininkų, turinčių kontrolinį akcijų paketą, įmonės valdymu. Korporatyvinio valdymo endogeniškumui nustatyti Wooldridge (2000) siūlo dviejų dalių analizę. Pirmiausia galimai endogeniškas kintamasis (korporatyvinio valdymo indeksas) yra regresuojamas su visais endogeniškais kintamaisiais. Išskirtis (*ang. residual*) po pirmo lygio regresijos yra dalis korporatyvinio valdymo indekso, kuri nėra siejama

su kontroliniais kintamaisiais ar kitais veiksniais, taigi ji yra potencialiai endogeniška. Statistiškai reikšmingas išskirties koeficientas yra pastovus, korporatyvinio valdymo indeksui esant endogeniškam. Todėl teigiama (neigiama) išskirties reikšmė parodo, kad priklausomas kintamasis (įmonės vertė) nuspėja didesnę (mažesnę) korporatyvinio valdymo rezultatą. Black ir kiti (2006) endogeniškumui tirti siūlo naudoti DurbinWu-Hausman metodą – Hausman testą, kuris yra panašus į Wooldridge (2000) siūlomą dviejų žingsnių mažiausiųjų kvadratų metodą.

Daugelis autorių analizuodami korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei naudoja skirtingas metodologijas, tačiau savo skaičiavimuose jie dažniausiai taip pat naudoja įvairius korporatyvinius indeksus. Tačiau bendro ir visuotinai pripažinto korporatyvinio indekso, kurį taikytų visi mokslininkai nėra, todėl visuomet svarbu apsibrėžti korporatyvinio valdymo indekso kriterijus, charakteristikas ir metodologiją siekiant tinkamai įvertinti kokybinių rodiklių įtaką įmonės vertei.

2.2. Korporatyvinio valdymo poveikio skaičiavimuose naudojami indeksai

Siekiant nustatyti korporatyvinio valdymo daromą įtaką įmonės vertei moksliniuose šaltiniuose neretai pasitelkiami įvairūs pačių autorių arba analitinių įmonių sudaryti korporatyvinio valdymo indeksai.

Autoriai Gompers, Ishii ir Metrick (2003) analizuodami korporatyvinio valdymo ir įmonės vertės sąryšį pasitelkė „G-index“ indeksą, kuris yra apskaičiuojamas naudojantis duomenimis iš „Investotojų atsakomybės tyrimų centro“ (ang. *Investor Responsibility Research Center* (IRRC)). „G“ indekso skaičiavimo metodikai naudojamos 24 nuostatos, kurios yra suskirstytos į 5 sritis (žr. 3 lent.) ir turi vienodą svertinį koeficientą skaičiuojant indekso reikšmę.

3lentelė. „G-index“ lemiantys veiksniai (sudaryta autoriaus remiantis Gompers ir kt.)

Įmonės perdavimą lėtinantys veiksmai	Apsisaugojimas	Balsavimo apribojimai	Įmonės perdavimo apribojimai	Valstybės įstatymai
Tuščias čekis (<i>Blank Check</i>)	Kompensacijų planas (<i>Compensation Plans</i>)	Įstatų pakeitimo apribojimas	„Antigreenmail“	Pelno susigrąžinimo įstatymas („Antigreenmail“ laws)
Dalinai perrenkama valdyba	Žalos atlyginimo sutartys	Balsavimas paremtas turimų akcijų skaičiumi (<i>Cumulative Voting</i>)	Direktorių pareigų nuostatai (<i>Directors' Duties</i>)	Verslo susijungimo moratoriumas (<i>Business Combination laws</i>)
Neeilinis susirinkimas (<i>Special Meeting</i>)	Auksinis parašiusas (<i>Golden Parachutes</i>)	Slaptas balsavimas	Teisinga kaina („Fair-Price“)	Kontrolinio akcijų paketo įsigijimą apibrėžiantys įstatymai
Rašytinis sutikimas	Direktoriaus	Didžioji dauguma	Pensijų parašiutai	Direktoriaus

(<i>Written Consent</i>)	įsipareigojimų apribojimas (<i>Limitations on director Liability</i>)	(<i>Supermajority</i>)	(„ <i>Pension Parachutes</i> “)	įsipareigojimai numatyti įstatymuose (<i>Directors' Duties Law</i>)
	Išėitinės kompensacijos (<i>Executive Severance agreements</i>)	Nelygiavertės balsavimo teisės (<i>Unequal Voting</i>)	„Poison Pills“ (Įmonės akcijų „patrauklumo“ sumažinimas potencialiam pirkėjui)	„Teisingos kainos“ principus apibrėžiantys įstatymai („ <i>Fair Price</i> “ Law)

Indeksas apskaičiuojamas pridant po vieną balą už kiekvieną teisingą nuostatą, kuri mažina akcininkų teises, todėl įmonėse turinčiose žemiausią „G“ indekso vertę akcininkai turi didžiausias teises.

Autoriai Brown ir Caylor (2006) savo skaičiavimams pasitelkė „Gov-Score“ indeksą. Šis indeksas sudarytas lygiomis dalimis iš 51 korporatyvinio valdymo nuostatos sudarytos remiantis „Institutional Shareholders Services“ (ISS), kuriose atsispindi vidinės ir išorinės valdymo charakteristikos. Vienodo svorio koeficientų priskyrimas kiekvienai nuostatai suponuoja, kad kiekviena iš nuostatų mokslininkų nuomone yra svarbi ir viena kitą papildo, o nėra pakaitalai. Kiekviena iš nuostatų buvo vertinama vienetu jeigu ji yra pritaikoma įmonėje ir nuliu, jeigu nuostata įmonei nėra pritaikoma. Vertinamos nuostatos buvo suskirstytos į aštuonias grupes:

- auditas;
- direktorių valdyba;
- įstatai;
- valdybos narių išsilavinimas;
- kompensacijos direktoriams;
- nuosavybės teisės;
- „pažangi praktika“;
- įmonės įsteigimo (susijungimo) nuostatos (*ang. state of incorporation*);

Mokslininkai pasitelkdami Tobin Q rodiklį ir „Gov-Score“ indeksą nustatė septynis veiksnius, kurie turi didžiausią įtaką: valdybos nariai yra renkami kasmet; įmonė neturi „nuodingųjų piliulių“ (*ang. poison pill*); opcionų perkainojimas neįvyko per pastaruosius trejus metus; opcionų vidurkis suteiktų per paskutiniuosius trejus metus neviršijo 3% nuo išleistų akcijų; visi valdybos nariai dalyvavo bent 75% susirinkimų; visose ataskaitose yra išreikšta valdybos pozicija; direktoriams yra taikomos akcijų įsigijimo nuostatos. Gauti rezultatai parodė, kad tik septyniuose iš 51 tirtų veiksnių egzistuoja stiprus ryšys tarp „Gov-Score“ indekso ir įmonės vertės, todėl mokslininkai siūlo naudoti

supaprastintą „Gov-7“ indeksą, kuriame svertiniai svoriai suteikiami tik septynioms anksčiau aptartoms nuostatomis.

Mokslininkai ne visada patys kuria indeksus norėdami apskaičiuoti korporatyvinio valdymo įtaką, jie taip pat dažnai naudojami įvairių institucijų sukurtais indeksais, tokiais kaip: „Audit Integrity Accounting and Governance Risk“ (AGR), „Corporate Governance Quotient“ (CGQ), „Governance Metrics International“ (GMI), „Corporate Library“ (TCL), „Standart & Poors Corporate Governance Score“ (CGS). GMI indeksas yra paremtas 500 valdymo elementų, kurie yra skirstomi į šešias sritis:

- valdybos atskaitomybė;
- įmonių socialinė atsakomybė;
- vadovų atlyginimų;
- finansinių duomenų atskleidimas ir vidaus kontrolė;
- perėmimo kontrolė ir nuosavybės bazė (takeover controls and ownership base);
- akcininkų teisės.

Kiekvienos nuostatos svertinis koeficientas įvertinamas atsižvelgiant į akcininkų interesus. Indeksas yra apskaičiuojamas pasitelkus algoritmą, kuriuo remiantis įmonėms turinčioms geriausią korporatyvinio valdymo praktiką suteikiama didžiausia vertė, o įmonėms su prasčiausia – mažiausia indekso vertė.

AGR indeksas tiesiogiai įvertina sukčiavimo tikimybę ir yra paremtas beveik 350 nuostatų apie korporatyvinį valdymą (valdybos nepriklausomumo; direktorių išsilavinimas; atlyginimų praktika) ir apskaitos ypatumus. AGR indeksui duomenys yra renkami iš įmonių viešai pateikiamų ataskaitų per paskutinių penkiolikos metų laikotarpį. Kiekvienos nuostatos svertinis koeficientas indekse nustatomas atsižvelgiant į galimybę numatyti apgaulingas apskaitos sąlygas įmonėje.

CGQ reitingas buvo sukurtas 2002 m. siekiant iš anksto nustatyti akcininkų ir jų investicijų sąryšį. Shank, Hill ir Stang (2013) teigimu šis indeksas dažniausiai naudojamas kaip etalonas įmonėms, kurios nori įsivertinti savo korporatyvinio valdymo praktiką, juo taip pat naudojami investuotojai siekdami įvertinti korporatyvinio valdymo riziką savo portfeliui. Šio indekso vertinimai yra santykiniai ir pateikiami procentilėmis nuo 0 iki 100. Įmonei vertinimas suteikiamas atsižvelgiant į 61 korporatyvinio valdymo kriterijų, kurie yra suskirstyti į aštuonias grupes:

- direktorių valdyba;
- auditas;
- įstatai ir nuostatos;
- įmonės perdavimo (*ang. anti-takeover*) nuostatos;
- kompensacijos direktoriams;

- pažangi praktika (*ang. progressive practices*);
- nuosavybė;
- direktorių išsilavinimas;

Standart & Poors CGS indekse vertinamos nuostatos yra suskirstytos į keturias grupes:

- nuosavybės struktūra ir įtaka;
- akcininkų teisės ir santykiai;
- finansinis skaidrumas ir informacijos atskleidimas;
- valdybos struktūra ir valdymo procesai.

Kiekviena iš nuostatų, atsižvelgiant į nustatytus kriterijus, yra vertinama Standart & Poors analitikų, kurie lankosi įmonėse, tikrina jų dokumentus, susitinka su darbuotojais ir atlieka analizę. Kiekvienoje iš šių keturių grupių esantys veiksniai yra vertinami nuo 1 (mažiausiai atitinka) iki 10 (visiškai atitinka nuostatą). Įmonės galutinis vertinimas taip pat patenka į intervalą nuo 1 iki 10, kur įmonės įvertintos 9 arba 10 Standart & Poors nuomone turi labai gerą korporatyvinio valdymo praktiką, įmonės, kurių bendras vertinimas yra 7 arba 8 turi gerą valdymo praktiką, įmonėse, kurios surinko 6 arba 5 balus korporatyvinis valdymo procesai yra užtikrinami vidutiniškai, tokios įmonės turi keletą tobulintinų valdymo praktikos sričių, įmonėse įvertintose 3 arba 4 balais korporatyvinio valdymo principai pasireiškia nežymiai, yra daug silpnųjų, kurias būtina tobulinti siekiant gerinti korporatyvinio valdymo procesus, o įmonės įvertintos 1 ar 2 balais Standart & Poors nuomone turi labai silpnai išvystytus korporatyvinio valdymo principus.

Šie ir kiti praktikoje mokslininkų naudojami indeksai padeda lengviau nustatyti korporatyvinio valdymo sukuriama naudą akcininkams. Tačiau didžiausia problema kylanti naudojant tokio tipo indeksus yra tai, kad kiekvienas indeksas yra sudaromas skirtingai ir nėra jokių visuotinai priimtų taisyklių ar nuostatų, kurios apibrėžtų bendrus kriterijus indekso sudarymui. Dėl šios priežasties negalima vieningai teikti, kad indekso pagalbą gauti rezultatai yra visiškai tikslūs. Vis dėlto iš skirtinguose indeksuose pasikartojančių panašių kriterijų galima daryti išvadą, kad mokslininkai visuotinai sutaria dėl tokių veiksnių kaip valdybos struktūra, akcininkų teisės ir pan. sąsajų su korporatyviniu valdymu.

2.3. Sudaryto korporatyvinio indekso patikimumo vertinimo metodai

Sudarant korporatyvinio valdymo indeksą atliekamas matematinis konstravimas ir iš kelių kintamųjų yra sudaromas vienas naujas rodiklis, todėl svarbu patikrinti ar indeksas yra statistiškai reikšmingas ir patikimas. Remiantis Black, Gledson de Carvalho, Khanna, Kim ir Yurtoglu (2016)

sudarant korporatyvinį indeksą svarbu nustatyti ir vidinį indekso elementų tarpusavio suderintumą, kurį apskaičiuoti mokslininkai siūlo naudojantis dviem metodais: Cronbach α rodikliu arba pagrindinių komponentų analize (*ang. Principal Component Analysis (PCA)*).

Cronbach α rodiklis. Nunnally ir Bernstein (1994) teigimu Cronbach α yra koreliacijos tarp atskirtų elementų sudarančių korporatyvinio valdymo indeksą koeficientas, kuris parodo ar visi pasirinkti elementai pakankamai atspindi sudarytą indeksą. Koeficiento vertė svyruoja intervale nuo 0 iki 1 ir yra apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\alpha = \frac{nr}{1+(n-1)r} \quad (3)$$

Čia n yra korporatyvinio valdymo elementų skaičius indekse, o r yra koreliacijos tarp korporatyvinio valdymo elementų vidurkis. Aukšta Cronbach α rodiklio reikšmė rodo, kad analizuojami korporatyvinio valdymo elementai yra tarpusavyje suderinti, o žema Cronbach α reikšmė rodo, kad korporatyvinio valdymo elementai yra nesuderinti tarpusavyje. Cronbach α rodiklis parodo ar skirtingi elementai koreliuoja tarpusavyje, tačiau jis neįvertina ir negali tiesiogiai įvertinti ar yra pasirinkti tinkami korporatyvinio valdymo elementai. Taigi, respektabili α rodiklio reikšmė yra būtina, tačiau ji iki galo neįvertina sudaryto korporatyvinio valdymo indekso vidinio suderinamumo.

Vis dėlto Cronbach α rodiklis turi keletą trūkumų. Nėra paprasta nustatyti, kokia rodiklio reikšmė yra „pakankamai aukšta“, o pasirinkus panašius elementus apskaičiuota rodiklio reikšmė gali būti „aukšta“, tačiau tokia rodiklio vertė bus sąlygota tik panašių indekso elementų pasirinkimo. Todėl korporatyviam valdymui vertinti reikėtų pasirinkti tokius indekso elementus, kurie nėra pernelyg tarpusavyje susiję. Jei pavyks to pasiekti vidinių elementų koreliacija turėtų būti teigiama, bet „ne pernelyg aukšta“.

Jeigu atliekant Cronbach α testą gauta rodiklio reikšmė yra neigiama, tai parodo, kad indekso elementai tarpusavyje yra nesuderinti. Jei apskaičiuota rodiklio reikšmė siekia 0,6, tuomet galima teigti, kad naudojami korporatyvinio valdymo indekso elementai yra tarpusavyje suderinti ir indeksą galima naudoti tolimesniuose tyrimuose (Aiken, 2002). Tačiau neretai mokslininkai tarpusavyje ginčijasi, kad apskaičiuota Cronbach α vertė turėtų būti 0,7 ir daugiau, norint teigti, kad tarp naudojamų indekso elementų yra vidinis suderintumas. Vis dėlto, mokslinėje literatūroje taip pat galima rasti nuomonių, kad aukšta Cronbach α rodiklio reikšmė gali būti traktuojama kaip vidinių elementų tarpusavyje nesuderinamumas, o ne suderinamumas.

Pagrindinių komponentų metodas (PCA). Remiantis Jolliffe (2008) taikant šį metodą sukuriama tikriniai vektoriai (tiesinės korporatyvinio valdymo elementų kombinacijos) pagrįsti koreliacijos matricos tarp korporatyvinio valdymo elementų. Dažniausiai jie yra vadinami

„pagrindinėmis komponentėmis“. Vektorius su didžiausia tikrine verte yra pirmoji pagrindinė komponentė, o vektorius su antra pagal dydį tikrine verte yra antroji komponentė ir taip toliau. Vienetu dažniausiai siekiama interpretuoti komponentes su didžiausia tikrine verte, nepaisant komponentių su mažiausia tikrine verte. Vieneto taisyklė siekiama išlaikyti komponentes, kurių tikrinė vertė didesnė nei 1, tačiau tai tik paprasta taisyklė, nes kuo daugiau elementų prasideda vienetu, tuo daugiau tikrinių vektorių turės tikrines vertes didesnes už patį 1.

Analizuojant korporatyvinio valdymo indeksą vienetas gali sudaryti pagrindines komponentes iš subindeksų tiesinių kombinacijų arba tiesines kombinacijas iš atskirų indekso elementų. Vienetu dažniausiai stengiamasi interpretuoti kiekvieną komponentę nagrinėjant didelių „svorių“ (*ang. loadings*) elementus. Remiantis Costello ir Osborne (2005) laikantis nykščio taisyklės, pagal kurią nėra būtina būti itin tiksliai ar patikimai, faktorišinėje analizėje, kuri yra labai panaši į PCA, yra svarbu koncentruotis į tuos elementus, kurių svoriai yra didesni nei 0,4. Taip apskaičiuojami subindeksai su pagrindinėmis komponentėmis ir nustatomi jų elementai, kurių apskaičiuotos vertės yra daugiau nei 0,4, tai rodo, kad elementai turi sąsają su subindeksu ir yra patikimi. Jeigu didžiausia pagrindinė komponentės svoris yra apskaičiuojamas elementams iš skirtingų subindeksų, tuomet galima teigti, kad toks subindeksas yra sudarytas netinkamai ir neturi patikimų sąsajų su korporatyviniu valdymu.

Panelinių duomenų analizė. Pasekmės kintamasis (*ang. outcome variable*) yra Tobin Q rodiklis, kuris dažniausiai yra naudojamas analizuojant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei. Tobin Q rodiklis gali būti naudojamas siekiant apskaičiuoti korporatyvinio valdymo pridėtinę vertę, nes laikomasi prielaidos, kad įmonė su geresniais korporatyvinio valdymo principais skatina investuotojus priskirti jai didesnę vertę lyginant su kita įmone, kurios turtas yra tokio pat dydžio. Be to, tam tikri korporatyvinio valdymo elementai gali perskirstyti įmonės vertę tarp kontrolinį akcijų paketą turinčių akcininkų ir mažųjų akcininkų, bendrai įmonės vertei išliekant nepakitusiai. Nors neretai mokslininkai šį rodiklį kritikuoja, tačiau geresnių alternatyvų kol kas taip pat nėra pasiūlyta, todėl mokslinėse analizėse ir toliau yra naudojamas Tobin Q rodiklis. Siekiant sumažinti q išskirčių įtaką, naudojamas q natūrinis logaritmas taip pat eliminuojamos išskirtys kiekvienais metais (Black ir kiti, 2016).

Taigi, atliekant įmonės vertės ir korporatyvinio valdymo analizę, įmonės vertei apskaičiuoti dažniausiai yra naudojamas Tobin Q rodiklis. O sudarant korporatyvinio valdymo indeksą svarbiausia pasirinkti tokius elementus, kurie būtų tarpusavyje susiję, tačiau neanalizuotų korporatyvinio valdymo tuo pačiu aspektu, nes tai gali iškreipti sudaryto indekso patikimumo vertinimą. Todėl korporatyvinio valdymo indekso charakteristikų parinkimas yra svarbus kriterijus, kuris lemia viso indekso patikimumą tolimesniuose tyrimuose.

2.4. Tipinės korporatyvinio valdymo charakteristikos

Analizuojant korporatyvinio valdymo indeksus galima pastebėti, kad mokslininkai ar įvairios organizacijos naudoja panašias charakteristikas jiems sudaryti, todėl galima šias charakteristikas išskirti kaip esmines. Šios charakteristikos dažnai būna klasifikuojamos kaip išorinės arba vidinės. Vidinėms charakteristikoms dažniausiai yra priskiriami tie veiksniai, kurių rezultatai kyla iš sprendimų ar veiksmų priimtų akcininkų, valdybos, tokių kaip narystė direktorių valdyboje ir jos komitetuose, finansavimo tvarkos, kompensacijų direktoriams. Prie išorinių charakteristikų galima priskirti išorinį įmonės monitoringą, institucinius investuotojus, išorinį įmonės auditą.

Direktorių valdyba. Direktorių valdyba priima svarbiausius įmonei sprendimus, yra atsakinga už įmonės tikslų nustatymą, jos veiklos stebėseną ir kontroliavimą. Remiantis Linck ir kitais (2008) valdybos veiklos efektyvumas priklauso nuo valdybos dydžio ir sudėties. Visuotinai yra laikomasi nuomonės, kad mažesnės sudėties valdyba yra efektyvesnė priimant sprendimus, skatina geresnį sprendimų priėmimą. Valdybos nariai dažniausiai pasiskirsto į komitetus, kurie padeda įgyvendinti valdybos funkcijas.

Chen (2014) nuomone valdyba dažniausiai yra sudaroma iš vykdomųjų (vidinių) ir nevykdomųjų (non-executive) (išorinių) direktorių. Vykdomieji direktoriai yra savo srities specialistai ir yra atsakingi už strateginį vadovavimą, o išoriniai direktoriai dažniausiai yra profesionalūs vadovai, kurie turi gerą reputaciją ir didelę patirtį kitose verslo srityse. Išoriniai direktoriai taip pat vykdo vykdomųjų direktorių ir finansinių ataskaitų kokybės stebėseną, todėl jų nešališkumo kriterijus yra labai svarbus siekiant užtikrinti efektyvią stebėseną. Įmonės savo nuostatuose dažniausiai būna apibrėžusios nešališko direktoriaus sąvoką, kurios reikšmė ilgainiui yra patikslinama, atsižvelgiant į praeities įvykius ir patirtį bei vadovavimo laikotarpį. Nuostata viešai neskelbti valdybos sudėties taip pat turi įtakos valdybos nešališkumui ir sprendimų priėmimui. Remiantis Devos ir kitais (2009) įmonėse viešai neskelbiančiose valdybos sudėties pastebimas didesnis kompensacijų išmokėjimas generaliniams direktoriams taip pat labiau tikėtina, kad tokių įmonių finansiniai rodikliai bus prastesni. Todėl akcijų rinkos dalyviai, įmonės sprendimą neviešinti valdybos sudėties, bus linkę vertinti neigiamai.

Vyriausiojo vykdomojo direktoriaus ir valdybos pirmininko pareigybės yra esminės. Valdybos pirmininkas turi užtikrinti, kad valdybos veikla būtų vykdoma tinkamai. Generalinis direktorius yra atsakingas už bendrą įmonės strategijos ir investicijų įgyvendinimą bei kasdienių veiklų vykdymą. Šios pareigybės yra visiškai skirtingos savo pobūdžiu ir apibrėžimu, todėl daugelis korporatyvinio valdymo taisyklių dažniausiai rekomenduoja šias pozicijas užimti skirtingiems žmonėms.

Vidinis auditas. Siekiant, kad audito komitetas atliktų savo pareigas tinkamai, pagal visuotinę šalių praktiką, komitetą turėtų sudaryti tik nepriklausomi valdybos nariai. Remiantis Karamanou ir

Vafeas (2005) nepriklausomi audito komitetai yra siejami su aukštesne informacijos kokybe, o pasak Anderson ir kitų (2004) taip pat ir su mažesniais skolinto kapitalo kaštais. Bronson ir kitų (2009) teigimu audito komiteto nauda yra ribota, išskyrus tuos atvejus, kuomet šis komitetas yra sudarytas iš nepriklausomų narių.

Naiker ir Sharma (2009) teigia, kad įmonės vidaus kontrolės sistema yra svarbi siekiant užtikrinti finansinės atskaitomybės vientisumą bei rizikos stebėsenos ir valdymo procesų priežiūrą. Todėl kartais siekiant padidinti audito komiteto narių finansinį raštingumą įmonėje yra įdarbinami buvę partneriai iš audito įmonių. Tokie įmonės veiksmai turi didelę teigiamą naudą visai vidaus kontrolės sistemai.

Kaikurios įmonės nori išlaikyti vidinio audito funkcijas pačioje įmonėje, tačiau yra ir tokių įmonių, kurios yra linkusios vidinio audito funkcijas perduoti išoriniam paslaugų tiekėjui arba pasirenka abiejų galimybių kombinaciją. Tikėtina, kad pačios įmonės atliekamas vidinis auditas bus daug efektyvesnis negu naudojantis išorinio tiekėjo paslaugomis, nes darbuotojai yra geriau susipažinę su įmonės valdymo sistema: jie gali lengviau surasti vidinės kontrolės sistemos trūkumus ir iškart imtis veiksmų jiems pašalinti (Coram ir kiti (2008)). Vidiniam auditui reikalingų resursų dydis priklauso nuo įmonės dydžio, verslo rizikos ir galimybės mokėti už vykdomą stebėseną.

Nuosavybės struktūra. Įmonių, kurios veikia angloamerikiečių tėsės (common law) šalyse, akcijos yra plačiai paplitusios, čia taip pat veikia griežti investuotojų apsaugos įstatymai, kurie padeda apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus. Šalys, kurių įstatymai paremti kodeksais (code law), labiau pasižymi, tuo kad įmonės akcijos priklauso keliems didiesiems investuotojams, sudėtingu nuosavybės sudarymu ir mažiau efektyviais investuotojų apsaugos įstatymais. Kuomet kontrolinis akcijų paketas priklauso vienam ar keliems akcininkams gali atsirasti atstovavimo problemų, nes kaikuriuose šalyse toks nuosavybės sutelkimas gali sąlygoti neišvystyto institucionalizmo apraiškas. Todėl remiantis Brown, Beekes ir Verhoven (2010) smulkiesiems akcininkams rekomenduojama neinvestuoti į įmones, kurių kontrolinis akcijų paketas priklauso keliems investuotojams.

Išorinis auditas. Išorės auditoriai atlieka svarbų vaidmenį įmonės valdyme. Nepriklausomų išorės auditorių atliktas įmonės finansinių ataskaitų auditas yra plačiai pripažintas ir suteikia investuotojams patikimą informaciją apie įmonės resursų valdymą. Todėl remiantis Carcello ir kitais (2002) įmonės, kurių valdybose yra didesnis skaičius nepriklausomų valdybos narių gali turėti didesnius kaštus susijusius su išoriniu įmonės auditu, nes jie siekia smulkmeniškės audito.

Audito kokybė kaip pats veiksnys nėra naudojamas korporatyvinio valdymo stebėsenai, todėl vietoj jo mokslininkai dažnai renkasi audito įmonės dydį. Didelės audito įmonės yra labiau visuotinai pripažintos ir turi geresnę reputaciją, o tai skatina jas būti labiau konservatyvesnes ir atsakingesnes, todėl didesnė audito kokybė siejasi su didelėmis audito įmonėmis. Dėl šių priežasčių klientai tiki, kad

didesnės audito įmonės parengs patikimesnį finansinių ataskaitų auditą akcininkams ir kartu padės viešai užtikrinti pačių įmonių kokybę.

Tačiau prielaida, kad didelės audito įmonės atliks patikimesnį auditą, taip pat ne visada pasiteisina. Todėl taip pat svarbus dėmesys tenka audito kompanijų teikiamoms konsultacijoms ir kitoms su auditu nesusijusioms teikiamomis paslaugomis siūlomomis audito įmonių, bei šių paslaugų teikimo laikotarpiu. Larcker ir Richardson (2007) nustatė, kad egzistuoja teigiamas ryšys tarp nesusijusių su auditu teikiamų audito kompanijos paslaugų ir audito kompanijai skiriamų lėšų. Tačiau Defond ir kiti (2002) nerado jokie statistiškai reikšmingo sąryšio tarp audito kompanijos nepriklausomumo ir su auditu nesusijusių paslaugų įmonei teikimo. Vis dėlto, kaikuriuose šalyse tai pačiai audito kompanijai teikti audito ir kartu kitas paslaugas vienai įmonei yra apribotas arba visiškai uždraustas.

Ilgėjantis audito kompanijos bendradarbiavimas su įmone gali sąlygoti mažėjančią informacijos asimetriją tarp audito kompanijos ir įmonės. Todėl užuot mažinęs audito kokybę, ilgėjantis bendradarbiavimas tarp audito kompanijos ir įmonės gali būti susijęs su geresne kokybe ir mažesne audito nesėkmių tikimybe. Tačiau Carey ir Simnett (2006) nustatė, kad Australijos įmonės, kurios ilgą laiką bendradarbiavo su ta pačia audito kompanija, audito kokybė buvo sumažėjusi. Mokslininkai daugiausiai tyrė audito kompanijų, nepriklausančių „didžiajam 6“, klientus.

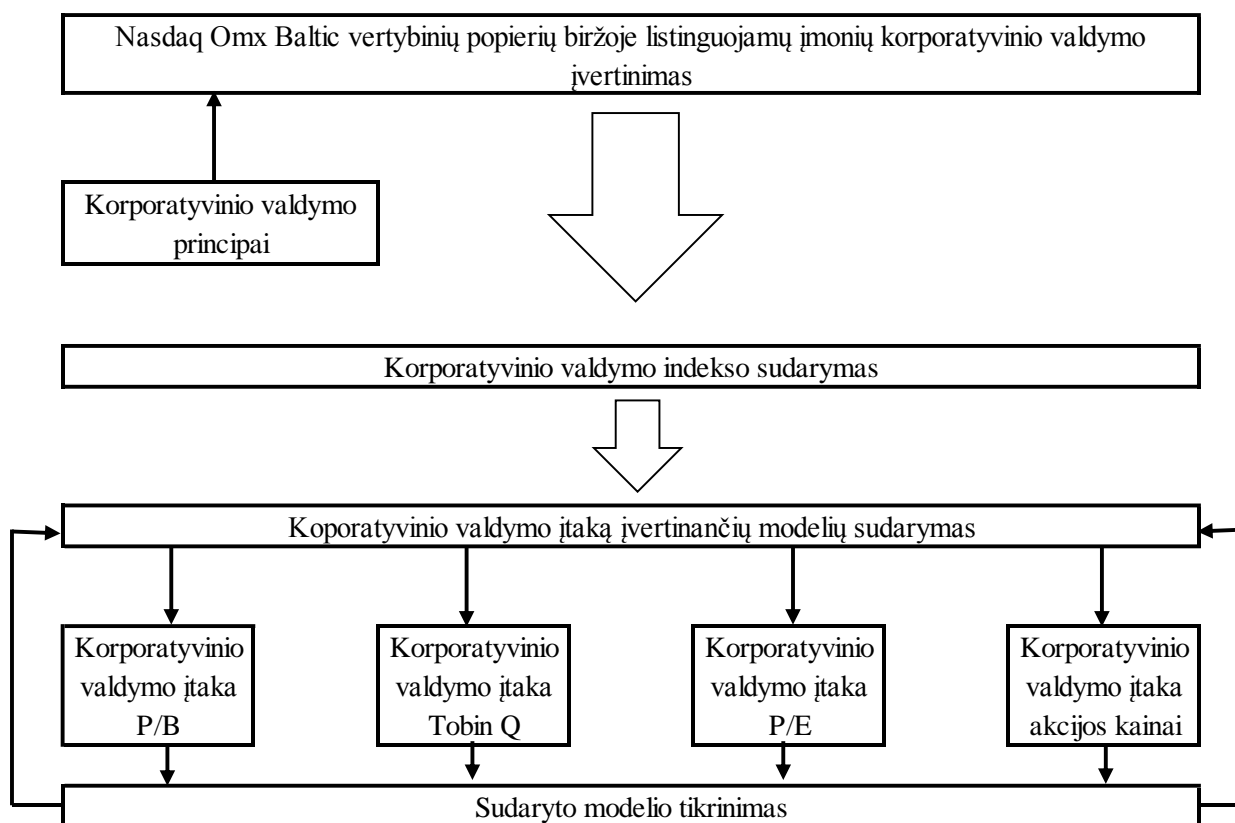
Audito kaštai daugiausiai yra susiję su įmonės dydžiu ir kompleksiskumu. Remiantis Bedard ir Johnstone (2004) norėdami nustatyti tinkamą audito mokestį auditoriai įvertina riziką susijusią su įmone ir planuojamus atlikti darbus. Todėl Abbott ir kitų (2006) teigimu įmonės didesnėmis pajamomis yra linkusios mokėti didesnį audito mokestį, o remiantis Krishnan ir Visvanathan (2009) įmonės su aukštesniais korporatyvinio valdymo standartais ir finansų ekspertais vidinio audito komitete moka mažesnį audito mokestį.

Šiomis dienomis pasaulio rinkoms būdinga nuožmi konkurencija ir greita reakcija į aplinkoje vykstančius pokyčius. Įmonės gebėjimas efektyviai veikti konkurencingoje rinkoje yra nuolatos stebimas rinkos dalyviu, o jos vertės pokyčiai akimirksniu atsispindi akcijų kainoje. Dėl dažnėjančių finansinių krizių investuotojai vis dažniau reikalauja visapusiško įmonės korporatyvinio valdymo, kuris padėtų apsaugoti jų investicijas ir sumažintų finansines rizikas. Analizuoti tyrimai patvirtina, kad įmonės, kuriose korporatyvinio valdymo principai yra plačiai išvystyti, akcijų rinkose yra labiau vertinamos. Tačiau stebina, tai kad vis dar yra nedaug žinoma, kokią įtaką korporatyvinis valdymas turi įmonės vertei. Todėl remiantis šiame skyriuje aptartomis mokslininkų metodologijomis toliau bus analizuojama korporatyvinio valdymo įtaką Baltijos šalių įmonėms.

3. TYRIMO METODOLOGIJA

Korporatyvinio valdymo įtakos įmonės vertei nustatymas atliekamas remiamasi antroje dalyje išanalizuotu Black, Jang ir Kim (2005) tyrimu ir jame pateikiama metodologija. Ši metodologija pasirinkta, nes ji sudaryta mokslininkų, kurie turi didelę mokslinę patirtį tirdami korporatyvinio valdymo įtakai, be to, ši metodologija yra naudojama ir kitų autorių, tokių kaip Beiner, Drobetz, ir kiti (2006), Dharmapala ir Khanna (2013) bei kitų, moksliniuose tyrimuose.

Tyrimo loginė schema pateikta 4 paveiksle.



4 pav. Tyrimo loginė schema

Visų pirma, siekiant sudaryti korporatyvinio valdymo indeksą yra įvertinamos Nasdaq Omx Baltic vertybinių popierių biržoje analizuojamų įmonių korporatyvinis valdymas. Korporatyvinis valdymas vertinamas pagal keturias charakteristikas, iš kurių vėliau yra sudaromas bendras korporatyvinis indeksas. Remiantis antroje dalyje atliktų įvairių mokslininkų metodologijomis dažniausiai sudarant korporatyvinio valdymo indeksą dažniausiai yra išskiriamos šios charakteristikos:

- akcininkų teisės
- valdybos struktūra ir valdymo procesai

- nepriklausomi nariai
- įmonės auditas
- finansinis skaidrumas ir informacijos atskleidimas

Nustatytoms charakteristikoms įvertinti naudojami Nasdaq OMX Vilnius korporatyvinio valdymo principais ir rekomendacijomis. Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje listinguojamos įmonės yra vertinamos 1, jeigu įmonėje yra laikomasi korporatyvinio valdymo principo arba rekomendacijos ir 0 jeigu vertinamas principas įmonėje nėra taikomas

Remiantis gautais rezultatais iš 5 charakteristikų (subindeskų) apskaičiuojamas bendras korporatyvinio valdymo indeksas, kuris tolimesniuose skaičiavimuose naudojamas kaip nepriklausomas kintamasis.

Apskaičiavus bendrą korporatyvinio indekso reikšmę yra analizuojama jo daroma įtaka įmonės vertei, kuri, remiantis pagal antroje dalyje pateikiamų įvairių autorių metodologijas, dažniausiai yra išreiškiama Tobin Q, kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai (P/E) bei akcijos kainos ir buhalterinės vertės (P/B) santykiniais rodikliais. Taip pat yra daroma prielaida, kad korporatyvinio valdymo indeksas daro tiesiogiai daro įtaką įmonių akcijų rinkos vertei. Korporatyvinio valdymo įtaka visiems keturiems modeliams yra analizuojama taikant, antroje dalyje plačiausiai naudojamą metodiką, mažiausiųjų kvadratų metodą. Skaičiavimams atlikti yra naudojama SPSS programa.

Jeigu atlikus modelių skaičiavimus gaunamos statistiškai nereikšmingos reikšmės, tuomet yra modifikuojamas korporatyvinio valdymo indeksas ir iš naujo perskaičiuojama korporatyvinio valdymo įtaka visiems modeliams. Gauti rezultatai palyginami ir apibendrinami.

Skaičiuojant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei yra laikomasi šių prielaidų:

- endogeniškumas neegzistuoja,
- atliekant įmonių korporatyvinio valdymo vertinimą, veiksniai, kuriems įvertinti trūko duomenų buvo vertinami 0
- skaičiavimuose yra naudojami konsoliduoti duomenys
- korporatyvinio valdymo vertinimas buvo atliekamas naudojantis 2016 m. įmonių finansinėmis ataskaitomis, jų internetiniais puslapiais ir kitomis įmonės pateikiamomis ataskaitomis darant prielaidą, kad tokia pati situacija išliko nepakitusi visu analizuojamu laikotarpiu 2011 – 2016 m.

4. KORPORATYVINIO VALDYMO ĮTAKOS ĮMONĖS VERTEI VERTINIMAS

4.1. Korporatyvinio valdymo indekso sudarymas

Tam, kad išsiaiškinti, kokį poveikį turi korporatyvinis valdymas Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonėms, listinguojamoms NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržos oficialiajame ir papildomajame prekybos sąrašuose, yra sudaroma korporatyvinio valdymo indeksas. Korporatyvinio valdymo indeksui sudaryti yra naudojami 67 viešai vertybinių popierių biržoje prekiaujamų įmonių akcijų duomenimis:

- 27 įmonės iš Nasdaq Omx Vilnius prekybos sąrašo
- 24 įmonės iš Nasdaq Omx Riga prekybos sąrašo
- 16 įmonių iš Nasdaq Omx Tallinn prekybos sąrašo

4lentelė. NASDAQ OMX BALTIC listinguojamų įmonių pasiskirstymas pagal pramonės šaką ir šalį (sudaryta autoriaus remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis)

Pramonės šaka	Įmonių skaičius		
	Lietuva	Latvija	Estija
Nafta ir dujos	1	0	0
Paslaugos vartotojams	1	0	4
Plataus vartojimo prekės	12	9	4
Komunalinės paslaugos	4	1	1
Pagrindinės medžiagos	1	2	0
Finansinės paslaugos	5	1	4
Pramoniniai gaminiai	2	6	3
Telekomunikacijos	1	0	0
Sveikatos priežiūra	0	3	0
Technologijos	0	2	0

Iš 4 lentelės taip pat galima matyti, kad visose analizuojamose šalyse įmonės daugiausiai yra priskiriamos plataus vartojimo prekių pramonės šakai. Nasdaq Omx Tallinn prekybos sąrašė pastebimas tolygus įmonių pasiskirstymas pagal pramonės šakas. Taip pat galima pastebėti, kad tik Nasdaq Omx Riga prekybos sąrašė yra įmonių, kurios priklauso sveikatos priežiūros ir technologijų pramonei, o Nasdaq Omx Vilnius prekybos sąrašė yra įmonių iš telekomunikacijų bei naftos ir dujų

pramonės šakų. Todėl galima teigti, kad analizuojamų šalių vertybinių popierių biržose listinguojamos įmonės yra panašios, pagal pramonės šakas, tačiau jos taip pat turi ir išskirtinumų.

Naudojantis analizuojamų įmonių duomenimis korporatyvinio valdymo indeksas sudaromas pagal analizuotose moksliniuose šaltiniuose dažniausiai naudotas korporatyvinį valdymą apibūdinančias charakteristikas:

- akcininkų teisės;
- valdybos struktūra ir valdymo procesai;
- nepriklausomi nariai;
- įmonės auditas;
- Finansinis skaidrumas ir informacijos atskleidimas.

Sudarant korporatyvinio valdymo indeksą, išskirtos korporatyvinio valdymo charakteristikos (subindeksai), yra vertinamos pagal NASDAQ OMX Vilnius korporatyvinio valdymo kodekso principus ir rekomendacijas. Nors NASDAQ OMX Tallinn ir NASDAQ OMX Riga taip pat yra sudaryti korporatyvinio valdymo kodeksai, tačiau charakteristikų vertinimui buvo pasirinktas NASDAQ OMX Vilnius korporatyvinio valdymo kodeksas, nes jame aptariamai principai yra apibūdinti plačiausiai, o Talino ir Rygos vertybinių popierių biržų kodeksai savo esme yra panašūs į Vilniaus biržos. Be to, kodeksų panašumo patvirtinimą galima rasti ir NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržos internetiniame puslapyje, kuriame teigiama, kad visų analizuojamų Baltijos šalių „Bendrovių valdymo kodeksų rekomendacijos yra pagrįstos pasaulinės geros bendrovių valdymo praktikos analize bei naujausiomis Europos Sąjungos rekomendacijomis bendrovių valdymo tobulinimo srityje“ (NASDAQ OMX Baltic, 2017). Todėl visose analizuojamose šalyse korporatyvinio valdymo principų taikymas įmonėje yra vertinamas pagal NASDAQ OMX Vilnius korporatyvinio valdymo kodekso principus ir rekomendacijas.

5lentelė. Korporatyvinio indekso charakteristikų veiksniai (sudaryta autoriaus remiantis Nasdaq OMX Baltic korporatyvinio valdymo kodeksu)

Korporatyvinio valdymo kodekso principai/rekomendacijos suskirstytos pagal charakteristikas	Tolimesniuose tyrimuose naudojami rekomendacijų trumpiniai
Akcininkų teisės	A
Kai kolegialaus organo sprendimai gali skirtingai paveikti bendrovės akcininkus, kolegialus organas su visais akcininkais turėtų elgtis sąžiningai ir nešališkai.	A1

Bendrovei ir jos akcininkams svarbūs sandoriai, tokie kaip bendrovės turto perleidimas, investavimas, įkeitimas ar kitoks apsunkinimas, turėtų gauti visuotinio akcininkų susirinkimo pritarimą. Visiems akcininkams turėtų būti sudarytos vienodos galimybės susipažinti ir dalyvauti priimant bendrovei svarbius sprendimus, įskaitant paminėtų sandorių tvirtinimą.	A2
Akcininkams turėtų būti sudarytos galimybės balsuoti akcininkų susirinkime asmeniškai jame dalyvaujant arba nedalyvaujant. Akcininkams neturėtų būti daroma jokių kliūčių balsuoti iš anksto raštu, užpildant bendrąjį balsavimo biuletenį.	A3
Valdybos struktūra ir valdymo procesai	V
Yra stebėtojų taryba	V1
Valdybos pirmininkas ir direktorius yra skirtingi asmenys	V2
Kolegialaus organo nario pareigoms atlikti kiekvienas narys turėtų skirti pakankamai laiko ir dėmesio. Kiekvienas kolegialaus organo narys turėtų įsipareigoti taip apriboti kitus savo profesinius įsipareigojimus	V3
Kiekvienais metais kolegialus organas turėtų atlikti savo veiklos įvertinimą	V4
Nepriklausomi nariai	N
Kolegialaus organo veikla turėtų būti organizuota taip, kad nepriklausomi kolegialaus organo nariai galėtų turėti didelę įtaką itin svarbiose srityse, kuriose interesų konfliktų galimybė yra ypač didelė. Tokiomis sritimis laikytini klausimai, susiję su bendrovės direktorių skyrimu, atlyginimo bendrovės direktoriams nustatymu ir bendrovės audito kontrole bei įvertinimu.	N1
Yra nepriklausomų valdybos narių	N2
Bendrovės valdymo sistema turėtų skatinti bendrovės organų narius vengti interesų konfliktų bei užtikrinti skaidrų ir efektyvų bendrovės organų narių interesų konfliktų atskleidimo mechanizmą.	N3
Įmonės auditas	K
Audito komitete yra nepriklausomas narys	K1
Įmonėje yra audito komitetas	K2
Įmonėje vykdomas išorinis auditas	K3
Finansinis skaidrumas ir informacijos atskleidimas	I
Bendrovė turėtų rengti ir viešai skelbti bendrovės plėtros strategiją ir tikslus, aiškiai deklaruodama, kaip ji planuoja veikti akcininkų interesais ir didinti akcininkų nuosavybę.	I1
Bendrovės valdymo sistema turėtų užtikrinti, kad informacija apie visus esminius bendrovės klausimus, įskaitant finansinę situaciją, veiklą ir bendrovės valdymą, būtų atskleidžiama laiku ir tiksliai	I2

5 lentelėje pateikiami kiekvienai korporatyvinio valdymo charakteristikai (subindeksui) priskirti principai arba rekomendacijos. Šie veiksniai padeda įvertinti ar įmonė laikosi nustatyto korporatyvinio valdymo principų. Todėl tolimesniame tyrimo etape, remiantis išskirtais veiksniais, atliekamas vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių korporatyvinio valdymo įvertinimas. Jei korporatyvinio valdymo veiksnys įmonėje taikomas, įmonė vertinama 1, jeigu veiksnys nėra taikomas – 0, apibendrinti rezultatai pateikiami 6 lentelėje.

6lentelė. Apibendrinti įmonių rezultatai (sudaryta autoriaus)

	Minimali reikšmė	Maksimali reikšmė	Vidurkis	Standartinis nuokrypis
A1	1	1	1	0
A2	0	1	0,4776	0,50327
A3	1	1	1	0
V1	0	1	0,6567	0,47839
V2	0	1	0,7463	0,43843
V3	1	1	1	0
V4	0	1	0,3433	0,47839
N1	0	1	0,3731	0,48729
N2	0	1	0,3731	0,48729
N3	1	1	1	0
K1	0	1	0,3881	0,49099
K2	0	1	0,8955	0,30819
K3	1	1	1	0
I1	1	1	1	0
I2	1	1	1	0

Iš 6 lentelės matyti, kad visos NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamos įmonės deklaruoja, kad su visais akcininkais elgiamasi sąžiningai ir nešališkai, jiems yra sudaromos visos galimybės balsuoti akcininkų susirinkime asmeniškai jame dalyvaujant arba nedalyvaujant. Taip pat yra užtikrinama, kad kiekvienas kolegialaus organo narys skiria pakankamai laiko ir dėmesio savo pareigoms įmonėje atlikti bei visuomet stengiasi išvengti interesų konflikto arba, jei toks yra, viešai jį deklaruoja. Be to, visose įmonėse yra vykdomas išorinis nepriklausomų auditorių auditas, šio korporatyvinio valdymo principo įmonės privalo laikytis, nes jis visose analizuojamose šalyse yra apibrėžtas valstybės įstatymų nustatyta tvarka. Visos analizuotos įmonės taip pat viešai teikia informaciją apie įmonės tikslus, finansinę situaciją ir kitą būsimiems ir esamiems investuotojams aktualią informaciją. Tačiau mažiausiai įmonės įgyvendina kolegialaus organo veiklos įsivertinimo principą. Taip pat ne visose įmonėse yra, arba iš viso nėra, pakankamas nepriklausomų narių skaičius, todėl įmonės negali užtikrinti, kad nepriklausomi nariai turės pakankamai įtakos sprendžiant įmonei svarbius klausimus, kuriuose gali būti interesų konfliktų galimybė. Taigi, gauti rezultatai rodo, kad analizuojamos korporatyvinio valdymo charakteristikos skirtingose įmonėse yra taikomos ne vienodai, todėl siekiant įvertinti Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje veikiančių bendrovių korporatyvinio valdymo įtaką įmonių vertei sudaromas bendras korporatyvinio valdymo indeksas.

Tačiau prieš sudarant bendrą korporatyvinio valdymo indeksą, remiantis Black, Gledson de Carvalho, Khanna, Kim ir Yurtoglu (2016) svarbu nustatyti vidinį indekso veiksmų tarpusavio

suderintumą. Tarpusavio suderintumui nustatyti yra naudojamas dažniausiai moksliniuose šaltiniuose sutinkamas Cronbach α koeficientas. SPSS programa apskaičiuota Cronbach α koeficiento reikšmė yra 0,73, kuri yra didesnė nei 0,7 (Aiken, 2002), todėl galima teigti, kad korporatyviniam indeksui sudaryti pasirinkti charakteristikų elementai yra tarpusavyje suderinti.

Apskaičiuojant bendro korporatyvinio valdymo indekso reikšmę, pirmiausiai yra nustatomos atskirų jo charakteristikų (subindeksų) vertės, kurių rezultatai pateikti 7 lentelėje.

7lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso charakteristikų (subindeksų) rezultatai (sudaryta autoriaus)

	Minimali reikšmė	Maksimali reikšmė	Vidurkis	Standartinis nuokrypis
Akcininkų teisės	13,33	20,00	16,52	3,36
Valdybos struktūra ir valdymo procesai	5,00	20,00	13,73	4,63
nepriklausomi nariai	6,67	20,00	11,64	6,50
įmonės auditas	6,67	20,00	15,22	4,15
Finansinis skaidrumas ir informacijos atskleidimas	20,00	20,00	20,00	-

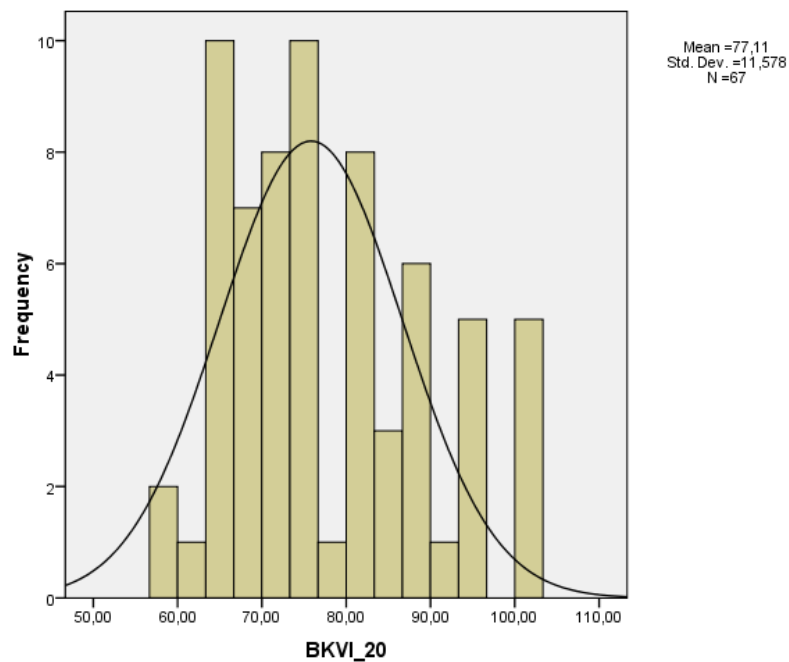
7 lentelėje pateikiamos korporatyvinio indekso charakteristikų (subindeksų) vertės, remiantis Black, Jang ir Kim (2005), yra padauginamos iš 20, taip kiekvieno subindekso reikšmės yra standartizuojamos intervale nuo 0 iki 20. Iš X lentelės matyti, kad analizuojamos įmonės geriausiai laikosi finansinio skaidrumo ir informacijos atskleidimo korporatyvinio valdymo principų, o mažiausiai įgyvendinamas yra nepriklausomų narių principas. Iš apskaičiuotų atskirų korporatyvinio valdymo indekso charakteristikų yra formuojamas bendras korporatyvinio valdymo indeksas.

Bendras korporatyvinio valdymo indeksas (BKVI) apskaičiuojamas remiantis mokslininkų Black, Jang ir Kim (2005) pateikta formule (1).

$$BKVI = 16,52 + 13,73 + 11,64 + 15,22 + 20,00 = 77,11$$

Bendro korporatyvinio valdymo indekso vertė gali svyruoti intervale nuo 0 iki 100, todėl gautas rezultatas parodo, kad NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamos įmonės

laikosi beveik visų analizuojamų korporatyvinio valdymo charakteristikų, tai patvirtina ir empirinis skirstinys.



. 5pav. Bendro korporatyvinio valdymo histograma

Iš 5 pav. galima matyti, kad korporatyvinio valdymo indekso dažnis yra beveik tolydžiai pasiskirstę pagal Gauso kreivę, todėl šis skirstinys yra arti normaliojo, o tai parodo, kad korporatyvinio valdymo principai analizuojamose šalyse yra taikomi, tačiau vis dar ne pilnai.

Bendras korporatyvinio valdymo indeksas yra sudarytas iš atskirų subindeksų, todėl svarbu įvertinti ar subindeksai daro įtaką vienas kitam. Tuo tikslu yra atliekama koreliacinė analizė.

8lentelė. Korporatyvinio valdymo indekso charakteristikų (subindeksų) koreliacijos rezultatai (sudaryta autoriaus)

		BKVI	A	V	N	S	I
BKVI	Pearson Correlation	1	,348**	,641**	,807**	,528**	. ^a
	Sig. (2-tailed)		,004	,000	,000	,000	.
	N	67	67	67	67	67	67
A	Pearson Correlation	,348**	1	-,029	,127	-,004	. ^a
	Sig. (2-tailed)	,004		,818	,305	,977	.
	N	67	67	67	67	67	67
V	Pearson Correlation	,641**	-,029	1	,347**	,153	. ^a
	Sig. (2-tailed)	,000	,818		,004	,217	.
	N	67	67	67	67	67	67
N	Pearson Correlation	,807**	,127	,347**	1	,195	. ^a
	Sig. (2-tailed)	,000	,305	,004		,113	.
	N	67	67	67	67	67	67
S	Pearson Correlation	,528**	-,004	,153	,195	1	. ^a
	Sig. (2-tailed)	,000	,977	,217	,113		.
	N	67	67	67	67	67	67
I	Pearson Correlation	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a
	Sig. (2-tailed)
	N	67	67	67	67	67	67

Iš 8 lentelės matyti, kad tarp sudaryto bendro korporatyvinio valdymo indekso ir nepriklausomų įmonės narių egzistuoja stipri tiesinė priklausomybė (koreliacijos koeficientas artimas 1), tiesioginis vidutinis ryšys taip pat egzistuoja tarp korporatyvinio valdymo indekso ir valdybos struktūros ir jos valdymo procesų bei įmonėje vykdomo audito. Šis ryšys yra statistiškai reikšmingas, nes koreliacinės priklausomybės tarp aptartų veiksnių tikimybė neviršija 0,05. Statistiškai reikšmingas ryšys taip pat egzistuoja tarp valdybos struktūros ir jos valdymo procesų bei nepriklausomų įmonės narių, tačiau ryšys tarp šių subindeksų yra silpnas. Finansinio skaidrumo ir informacijos atskleidimo koreliacija neskaičiuojama, nes visos įmonės laikosi šio korporatyvinio valdymo principo, todėl jis yra laikomas konstanta. Taigi, galima teigti, kad bendram korporatyvinio valdymo indeksui sudaryti buvo pasirinkti tinkami subindeksai, nes tarpusavio priklausomybė tarp šių subindeksų yra statistiškai nereikšminga, o tai reiškia, kad jie neturi įtakos vienas kitam, dėl to negali daryti įtakos galutinei bendro korporatyvinio valdymo indekso vertei.

Kaip jau buvo minėta bendrąjį korporatyvinio valdymo indeksą sudaro įmonės iš skirtingų pramonės šakų, todėl svarbu nustatyti, kokios pramonės šakos įmonės daro didžiausią įtaką formuojant korporatyvinio valdymo indeksą.

9lentelė. Pramonės šakos įtaka korporatyvinio valdymo indeksui (sudaryta autoriaus)

Pramonės šaka	Įmonių skaičius	Vidutinė BKVI vertė
Nafta ir dujos	1	95,00
Paslaugos vartotojams	5	72,33
Plataus vartojimo prekės	25	76,00
Komunalinės paslaugos	6	82,22
Pagrindinės medžiagos	3	65,56
Finansinės paslaugos	10	75,67
Pramoniniai gaminiai	11	80,00
Telekomunikacijos	1	83,33
Sveikatos priežiūra	3	78,89
Technologijos	2	81,67
Iš viso	67	77,11

Iš 9 lentelės matyti, kad didžiausią įtaką sudarytam korporatyvinio valdymo indeksui turi naftos ir dujų pramonei priklausančios įmonės. Tyrime analizuojamų įmonių sąrašė yra tik viena įmonė priklausanti šiai rinkai, todėl galima teigti, kad šioje įmonėje korporatyvinio valdymo principai yra plačiai išplėtoti. O plataus vartojimo sektoriuje, kuriam priklauso daugiausiai įmonių vidutinė

korporatyvinio indekso vertė yra vidutinė, tam įtakos galėjo turėti sąlyginai didelis įmonių skaičius šiame sektoriuje, kuriame korporatyvinio valdymo principai gali būti taikomi ne vienodai arba šiame sektoriuje veikiančios įmonės ne visiškai įvertina korporatyvinio valdymo principų privalumus įmonės vertei.

Vis dėlto, kai kuriuose sektoriuose įmonių skaičius yra per mažas, todėl negalima tvirtinti, kad apskaičiuota vidutinė to sektoriaus korporatyvinio valdymo vertė atspindi korporatyvinį valdymą visame sektoriuje. Todėl, dėl per mažo analizuojamų duomenų skaičiaus, negalima tirti korporatyvinio valdymo įtakos atskirai pagal pramonės šakas, nes gauti rezultatai gali būti statistiškai nereikšmingi ir neatspindėti viso analizuojamo sektoriaus.

Taigi, naudojantis NASDAQ OMX Vilnius korporatyvinio valdymo kodekso principais ir rekomendacijomis buvo įvertintas NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių korporatyvinio valdymo principų taikymas analizuojamų įmonių veikloje. Taip pat nustatyta, kad dėl sąlyginai mažos imties, vertinti korporatyvinį valdymą pagal pramonės šakas nėra tikslinga. Remiantis gautais įmonių įvertinimo rezultatais apskaičiuotos sudaryto korporatyvinio valdymo indekso charakteristikų vidutinės reikšmės ir, pagal metodologiją, sudarytas bendras korporatyvinis indeksas.

4.2. Korporatyvinio valdymo įtaka įmonės vertei

Remiantis antroje dalyje pateiktomis metodologijomis sudarius korporatyvinio valdymo indeksą yra apskaičiuojamas jo sąryšis su įmonės verte. Analizuojant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei universalus ir plačiausiai moksliniuose šaltiniuose naudojamas įmonės vertės veiksnys yra Tobin Q rodiklis (Ammann, Oesch ir Schmid, 2011), kuris yra apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Tobin Q} = \frac{\text{turto rinkos vertė (įmonės įsipareigojimai + akcijų rinkos vertė)}}{\text{balansinė turto vertė}} \quad (4)$$

Remiantis mokslininkais Black, Jang ir Kim (2005) įmonės turto rinkos vertė yra apskaičiuojama pagal formulę:

$$\text{Turto rinkos vertė} = \text{įmonės įsipareigojimai} + \text{akcijų rinkos vertė} \quad (5)$$

Kaip papildomi veiksniai į analizę yra įtraukiami santykiniai rodikliai, kurie, remiantis Choi ir Jung (2008), taip pat nusako įmonės vertę:

- kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai rodiklis (P/E)
- akcijos kainos ir buhalterinės vertės rodiklis (P/B)

Todėl būtent šie rodikliai buvo pasirinkti siekiant nustatyti korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei.

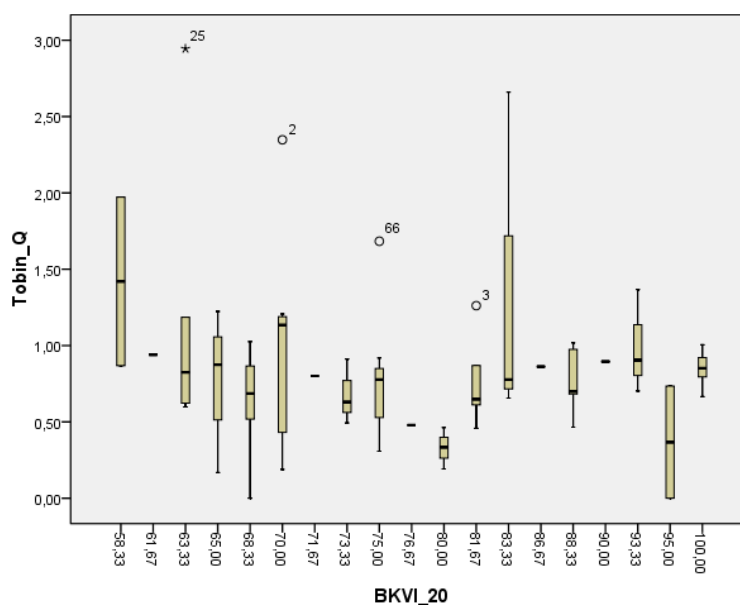
Analizei atlikti yra naudojami 2011 – 2016 metų NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių duomenys, kuriais remiantis apskaičiuojamos į analizę įtrauktų veiksnių vertės.

10lentelė. Įmonės vertę nusakančių rodiklių vertės (sudaryta autoriaus remiantis Bloomberg duomenimis)

Veiksny	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tobin Q	0,78	0,79	0,88	0,89	1,00	0,72
P/E	9,34	24,30	34,03	11,69	41,13	9,46
P/B	0,72	0,79	0,87	0,90	1,13	0,68

Iš 10 lentelės matyti, kad Tobin Q rodiklio vertė analizuojamu laikotarpiu svyravo nuo 0,78 iki 1, tai reiškia, kad įmonių rinkos vertė 2011 – 2016 metais buvo mažesnė, nei jų apskaičiuota balansinė vertė. O santykinio rodiklio P/B vertė analizuojamu laikotarpiu kito nuo 0,68 iki 1,13, tai parodo, kad įmonių akcijos rinkoje vertė beveik visu analizuojamu laikotarpiu buvo mažesnė nei balansinė vertė, išskyrus 2015 m., kuomet analizuojamų įmonių akcijų kaina vidutiniškai buvo didesnė nei buhalterinė vertė. Tuo tarpu kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai rodiklio pokyčiai tuo pačiu laikotarpiu svyravo labai įvairiai, todėl galima teigti, kad apskaičiuojant šį rodiklį duomenyse yra išskirčių, todėl svarbu patikrinti ar tyrimui naudojamų duomenų nėra išskirčių.

Pirmiausia tikrinama ar modelyje, kuriame priklausomas kintamasis yra Tobin Q veiksnys, yra išskirčių. Išskirtims nustatyti naudojamas standartizuotos liekanos metodas.



6 Tobin Q išskirtys

Iš 6 paveikslo galima matyti, kad analizuojant Tobin Q priklausomybę nuo korporatyvinio valdymo indekso buvo nustatytos trys išskirtys, kurios tolimesniame etape yra pašalinamos. Ta pati procedūra kartojama su kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai rodikliu, kuomet iš naudojamų duomenų yra pašalinamos septynios išskirtys, o iš akcijos kainos ir buhalterinės vertės priklausomo kintamojo sudarymo duomenų – 3.

Pašalinus išskirtis buvo iš naujo apskaičiuotos vidutinės priklausomų kintamųjų, kuriems įtakos turi korporatyvinio valdymo indeksas, vertės.

11lentelė. Įmonės vertę nusakančių rodiklių vertės (sudaryta autoriaus remiantis Bloomberg duomenimis)

	Minimali vertė	Maksimali vertė	Vidurkis	Standartinis nuokrypis
Tobin Q	0	2,66	0,7223	0,44104
P/E	0	67,56	9,9688	11,89499
P/B	0	2,88	0,7101	0,58636

Iš 11 lentelės matyti, kad Tobin Q rodiklis yra 0,72, tai rodo, kad net ir pašalinus išskirtis analizuojamu laikotarpiu vidutinė NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių rinkos vertė buvo mažesnė nei jų balansinė vertė. Ši vertė taip pat bus naudojama, kaip atskaitos taškas tolimesniuose tyrimo etapuose, nustatant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei.

12lentelė. Korporatyvinio valdymo indekso ir priklausomų kintamųjų koreliacija (sudaryta autoriaus)

		BKVI	Tobin Q	P/E	P/B
BKVI	Pearson Correlation	1	,022	-,027	-,108
	Sig. (2-tailed)		,861	,828	,384
	N	67	67	67	67
Tobin Q	Pearson Correlation	,022	1	,113	,666**
	Sig. (2-tailed)	,861		,361	,000
	N	67	67	67	67
P/E	Pearson Correlation	-,027	,113	1	,201
	Sig. (2-tailed)	,828	,361		,104
	N	67	67	67	67
P/B	Pearson Correlation	-,108	,666**	0,201	1
	Sig. (2-tailed)	0,384	8E-10	0,104	
	N	67	67	67	67

Iš 12 lentelės matyti, kad bendro korporatyvinio indekso vertė su visais įmonės vertę nusakančiais rodikliais turi silpna ryšį, be to šis ryšys yra statistiškai nereikšmingas, nes tikimybė (*ang. Sig*) yra didesnė už 0,05. Todėl naudojamas modelis ir sudarytas korporatyvinio valdymo indeksas yra peržiūrimi ir modifikuojami.

Sudarant bendrą korporatyvinio valdymo indeksą buvo nustatyta, kad korporatyvinio valdymo veiksniai: A1, A3, V3, N3, K3, I1 ir I2 visose analizuojamose įmonės buvo taikomi (žr. X lentelę), todėl jų vertės tapo konstantomis, kurios gali iškreipti galutinius tyrimo rezultatus. Dėl šios priežasties aptarti veiksniai yra pašalinami iš korporatyvinio valdymo charakteristikų (subindeksų) vertinimo ir perskaičiuojamas bendras korporatyvinio valdymo indeksas.

Eliminavus veiksnius dar kartą nustatomas vidinis indekso veiksnių tarpusavio suderintumas. SPSS programa apskaičiuota Cronbach α koeficiento reikšmė yra 0,741, kuri yra didesnė nei 0,7 (Aiken, 2002), todėl galima teigti, kad korporatyviniam indeksui sudaryti pasirinkti charakteristikų elementai yra tarpusavyje suderinti.

Apskaičiuojant naują bendro korporatyvinio valdymo indekso reikšmę, pirmiausiai yra apskaičiuojamos atskirų jo charakteristikų (subindeksų) vertės, kurių apibendrinti rezultatai pateikti X lentelėje.

13lentelė. Apibendrinti perskaičiuotų korporatyvinio indekso charakteristikų (subindeksų) rezultatai (sudaryta autoriaus)

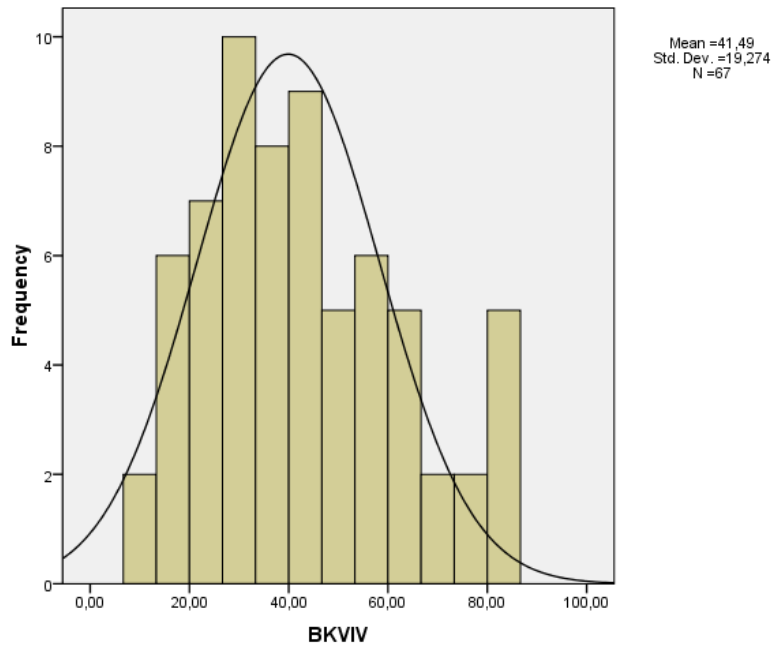
	Minimali reikšmė	Maksimali reikšmė	Vidurkis	Standartinis nuokrypis
Akcininkų teisės	0	20,00	9,55	10,07
Valdybos struktūra ir valdymo procesai	0	20,00	11,64	6,18
nepriklausomi nariai	0	20,00	7,46	9,75
įmonės auditas	0	20,00	12,84	6,23

Iš 13 lentelės matyti, kad iš penkių korporatyvinio valdymo indeksą sudarančių charakteristikų eliminavus konstantas liko tik keturios charakteristikos, nes visos analizuojamos įmonės laikosi visų korporatyvinio valdymo principų, kurie apibrėžia finansinio skaidrumo ir informacijos atskleidimo charakteristiką. O iš trijų veiksmų, apibūdinančių akcininkų teisių subindeksą, buvo eliminuoti du veiksniai, todėl galima teigti, kad visose tirtose įmonėse yra užtikrinamas sąžiningas ir nešališkas akcininkų teisių užtikrinimas, kuomet yra sprendžiami klausimai galintys skirtingai paveikti įmonės akcininkus. Taigi, tolimesniame tyrime akcininkų teises atspindi tik prašomas visuotinio akcininkų susirinkimo pritarimas sprendžiant įmonei ir jos akcininkams svarbius sandorius, tokius kaip bendrovės turto perleidimas, investavimas ar įkeitimas.

Remiantis gautais rezultatais pagal Black, Jang ir Kim (2005) pateiktą formulę (1) dar kartą yra perskaičiuojamas bendras korporatyvinio valdymo indeksas.

$$BKVI = 9,55 + 11,64 + 7,46 + 12,84 + 0 = 41,49$$

Lyginant su anksčiau apskaičiuotu korporatyvinio valdymo indeksu galima matyti, kad indekso vertė sumažėjo nuo 77,11 iki 41,49, tam įtakos daugiausiai turėjo finansinio skaidrumo ir informacijos atskleidimo charakteristikos eliminavimas. Gautas rezultatas parodo, kad eliminavus korporatyvinio valdymo veiksmus, kurių laikosi visos NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamos įmonės, todėl šie veiksniai nesukuria įmonės išskirtinumo ir nedidina patrauklumo investuotojui, bendro korporatyvinio valdymo indekso vertė yra vidutinė, nes jos reikšmė gali svyruoti intervale nuo 0 iki 100, dėl to galima daryti išvadą, kad korporatyvinio valdymo principai analizuojamose šalyse dar nėra visiškai gerai pritaikyti, tai patvirtina ir korporatyvinio valdymo indekso histograma (žr. X pav.)



7Bendro korporatyvinio valdymo histograma

Iš 7 pav. pavaizduoto histogramos galime matyti, kad korporatyvinio valdymo indekso dažnis yra tolydžiai pasiskirstęs pagal Gauso kreivę, tai reiškia, kad įmonės vertinant korporatyvinį indeksą veikiančius veiksnius dažniausiai buvo įvertinamos vidutiniškai.

Perskaičius atskirų subindeksų vertes svarbu dar kartą atlikti koreliacinę analizę, kuri įvertina indekso ir jo dedamų įtaką vienas kitam.

14lentelė. Perskaičiuotų korporatyvinio valdymo indekso charakteristikų (subindeksų) rezultatai (sudaryta autoriaus)

		BKVI	A	V	N	S
BKVI	Pearson Correlation	1	,576**	,530**	,746**	,469**
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
	N	67	67	67	67	67
A	Pearson Correlation	,576**	1	-,029	,127	-,004
	Sig. (2-tailed)	,000		,818	,305	,977
	N	67	67	67	67	67
V	Pearson Correlation	,530**	-,029	1	,347**	,153
	Sig. (2-tailed)	,000	,818		,004	,217
	N	67	67	67	67	67
N	Pearson Correlation	,746**	,127	,347**	1	,195
	Sig. (2-tailed)	,000	,305	,004		,113
	N	67	67	67	67	67
S	Pearson Correlation	,469**	-,004	,153	,195	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,977	,217	,113	
	N	67	67	67	67	67

Iš 14 lentelės matyti, kad tarp įmonės korporatyvinio valdymo indekso ir jį sudarančių veiksnių egzistuoja vidutinė arba stipri tiesinė koreliacija, kuri yra statistiškai reikšminga, nes tikimybė yra mažesnė nei 0,05. Statistiškai reikšminga silpna koreliacija taip pat užfiksuota tarp nepriklausomų narių ir valdybos struktūros, todėl galima daryti prielaidą, kad nepriklausomi valdybos nariai daro įtaką įmonės valdybai ir jos priimamiems sprendimas, tačiau kaip jau buvo minėtas šis ryšys yra silpnas, tokį tarpusavio ryšio stiprumą greičiausiai sąlygoja tai, kad įmonėse yra nepakankamas nepriklausomų narių skaičius, todėl nepriklausomi įmonės nariai negali lengvai daryti įtakos valdybos priimamiems sprendimams. Todėl, galima teigti, kad bendram korporatyvinio valdymo indeksui sudaryti buvo pasirinkti tinkami subindeksai, nes tarpusavio priklausomybė tarp šių subindeksų yra statistiškai nereikšminga arba silpna, o tai reiškia, kad jie neturi įtakos vienas kitam, dėl to negali iškreipti bendro korporatyvinio valdymo indekso vertės.

Taigi, eliminavus korporatyvinio valdymo subindeksų veiksnis, kurie, įvertinus analizuojamas įmones, yra taikomi visose kompanijose, todėl jų vertė yra konstanta, ir perskaičius bendrą

korporatyvinio indekso vertę naudojantis mažiausiųjų kvadratų metodu dar kartą yra apskaičiuojama korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertę nusakantiems rodikliams: Tobin Q, R/E ir R/B.

Analizuojant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei dažniausiai moksliniuose šaltiniuose įmonės vertė yra prilyginama Tobin Q rodikliui, todėl taikant mažiausiųjų kvadratų metodą, kaip priklausomas kintamasis yra pasirenkamas Tobin Q rodiklis, o nepriklausomu kintamuoju yra laikomas perskaičiuotas įmonės korporatyvinio valdymo indeksas – BKVI. Apibendrinti rezultatai pateikiami 15 lentelėje.

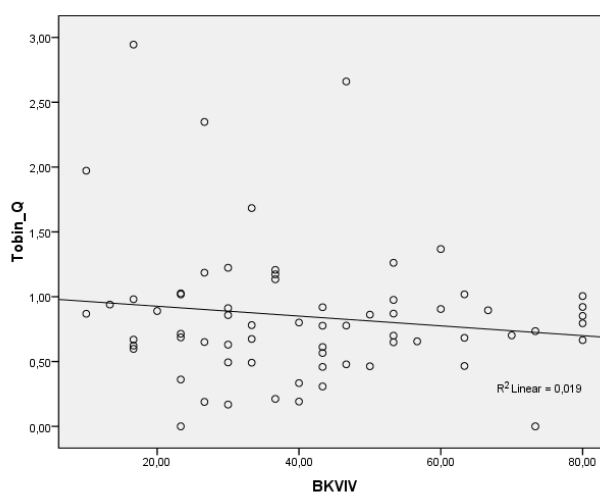
15lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos Tobin Q rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus)elė.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Sig.
1	,138 ^a	,019	,004	,52891	,267

a. Predictors: (Constant), BKVIV

b. Dependent Variable: Tobin_Q

Iš 15 lentelės matyti, kad Pirsono koreliacijos koeficientas $R = 0,138$, todėl tarp korporatyvinio valdymo indekso ir Tobin Q rodiklio egzistuoja tik labai silpnas tiesinis ryšys. Apibrėžtumo koeficientas (R Square) yra 0,019, todėl galima teigti, kad sudarytas modelis paaiškina tik 1,9% Tobin Q reikšmių sklaidos apie vidurkį tiesinės regresijos korporatyvinio valdymo indekso atžvilgiu (žr. 8 pav.). Gauti rezultatai parodo, kad korporatyvinio valdymo indeksas yra statistiškai nereikšmingas prognozuojant Tobin Q, nes apskaičiuota stebėto reikšmingumo lygmuo (Sig) yra didesnis nei 0,05.



8Korporatyvinio valdymo ir Tobin Q sklaidos diagrama

8 pav. pavaizduota sklaidos diagrama patvirtina, kad tarp korporatyvinio valdymo indekso ir įmonės vertę apsprendžiančio rodiklio Tobin Q egzistuoja silpnas tarpusavio ryšys, nes kintamojo reikšmės yra išsibarsčiusios tarp diagramos vidutinės ir apatinės juostos. Be to, galima įžvelgti, kad tarp korporatyvinio valdymo indekso ir Tobin Q koeficiento egzistuoja neigiama tarpusavio priklausomybė.

Remiantis moksliniais šaltiniais įmonės vertę taip pat atspindi kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai rodiklis (P/E), todėl taikant mažiausiųjų kvadratų metodą yra apskaičiuojama korporatyvinio valdymo įtaką P/E rodikliui, kuris yra pasirenkamas kaip priklausomas kintamasis, o nepriklausomu kintamuoju yra laikomas perskaičiuotas įmonės korporatyvinio valdymo indeksas – BKVIV. Apibendrinti rezultatai pateikiami 16 lentelėje.

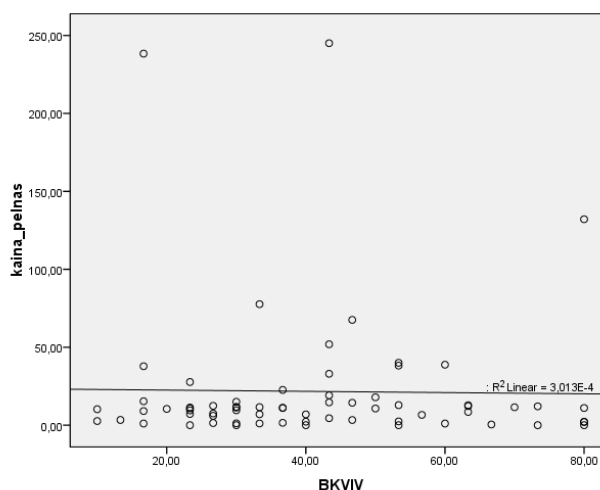
16lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos P/E rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Sig.
1	,017 ^a	,000	-,015	44,55253	,889

a. Predictors: (Constant), BKVIV

b. Dependent Variable: P/E

Iš 16 lentelės matyti, kad Pirsono koreliacijos koeficientas $R = 0,017$, todėl galima teigti, kad tarp korporatyvinio valdymo indekso ir P/E rodiklio tiesinis ryšio nėra. Apibrėžtumo koeficientas (R Square) yra 0,000, todėl sudarytas modelis negali paaiškinti P/E reikšmių sklaidos apie vidurkį tiesinės regresijos korporatyvinio valdymo indekso atžvilgiu (žr. 9 pav.). Todėl galima teigti, kad korporatyvinio valdymo indeksas yra statistiškai nereikšmingas prognozuojant P/E, tai patvirtina ir apskaičiuota stebėto reikšmingumo lygmuo (Sig), kuris yra didesnis nei 0,05.



9pav. Korporatyvinio valdymo ir P/E sklaidos diagrama

Iš 9 pav. galima matyti, kad tarp korporatyvinio valdymo indekso bei kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai rodiklio ryšys beveik neegzistuoja, nes kintamojo reikšmės yra išsibarsčiusios diagramos apačioje.

Naudojantis akcijos kainos ir buhalterinės vertės rodikliu (P/B) yra sudaromas trečiasis modelis. Jame taip pat taikomas mažiausiųjų kvadratų metodas, kuriuo apskaičiuojama korporatyvinio valdymo indekso įtaka P/B rodikliui. Akcijos kainos ir buhalterinės vertės rodiklis yra laikomas priklausomu kintamuoju, o korporatyvinio valdymo indeksas atitinkamai nepriklausomu kintamuoju.

17lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos P/B rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus)

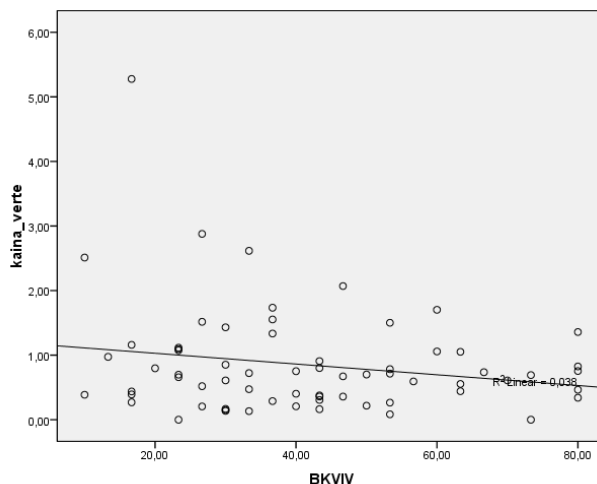
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Sig.
1	,194 ^a	,038	,023	,81597	,115

a. Predictors: (Constant), BKVIV

b. Dependent Variable: P/B

17 lentelėje galime matyti, kad Pirsono koreliacijos koeficientas $R = 0,194$, tai rodo, kad tarp korporatyvinio valdymo indekso ir P/B rodiklio egzistuoja silpnas tiesinis ryšys. O apibrėžtumo koeficientas (R Square) yra tik 0,038, todėl sudarytas modelis paaiškina tik 3,8% P/B reikšmių sklaidos apie vidurkį tiesinės regresijos korporatyvinio valdymo indekso atžvilgiu (žr. X pav.). Remiantis gautais rezultatais galima teigti, kad korporatyvinio valdymo indeksas yra statistiškai

nereikšmingas prognozuojant P/B, nes apskaičiuota stebėto reikšmingumo lygmuo (Sig) yra didesnis nei 0,05.



10pav. Korporatyvinio valdymo ir P/B sklaidos diagrama

10 pav. pavaizduota sklaidos diagrama patvirtina gautus rezultatus, kad tarp korporatyvinio valdymo indekso ir įmonės vertę nusakančio rodiklio P/B egzistuoja silpnas tarpusavio ryšys, nes kintamojo reikšmės yra išsibarsčiusios žemiau vidutinio pločio juostos. Diagrama taip pat parodo, kad tarp sudaryto korporatyvinio valdymo indekso ir P/B rodiklio koreliacija yra neigiama.

Taigi, apibendrinant gautus rezultatus galima teigti, kad perskaičiavus bendro korporatyvinio valdymo indekso reikšmę buvo nustatyta, kad dvejuose iš trijų sudarytuose modeliuose, kuriuose analizuojama korporatyvinio valdymo indekso įtaka priklausomiems kintamiesiems, kurie moksliniuose šaltiniuose dažniausiai atspindi įmonės vertę: Tobin Q, P/B ir P/E, egzistuoja silpnas tiesinis ryšys, tačiau jis yra statistiškai nereikšmingas.

Vis dėlto, tarp neidealioje rinkoje veikiančių įmonių ir korporatyvinio valdymo gali atsirasti ir nenumatytų teorinių ryšių. Be to, tirtuose modeliuose įmonės vertę sąlygojantiems rodikliams įtaką taip pat turi ir kiti veiksniai (turto balansinė vertė ir kt.). Todėl galima daryti prielaidą, kad korporatyvinio valdymo indeksas gali turėti įtakos akcijų rinkos vertei, nes akcijų kaina nėra santykinis rodiklis, kuris būtų priklausomas nuo kelių veiksnių. Todėl taip pat tikslinga atlikti sudaryto korporatyvinio valdymo indekso įtakos vidutinei akcijos rinkos kainai analizę.

Įmonių korporatyvinio valdymo indekso įtakos akcijų rinkos kainai analizei atlikti yra naudojami 2011 – 2016 metų NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių duomenys, kuriais remiantis apskaičiuojama vidutinė akcijų rinkos vertė.

18lentelė. Akcijų rinkos vertė (sudaryta autoriaus remiantis Bloomberg duomenimis)

Veiksny	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vidutinė akcijų rinkos kaina	1,51	1,77	2,20	2,08	2,13	2,29

Iš 18 lentelės matyti, kad beveik visu analizuojamu laikotarpiu vidutinė akcijų rinkos vertė nežymiai augo. Tačiau jokių reikšmingesnių pokyčių rinkoje nėra pastebima.

Naudojantis mažiausiųjų kvadratų metodu ir gautais duomenimis sudaromas modelis korporatyvinio valdymo įtakos akcijų kainai apskaičiuoti, gauti rezultatai pateikti 19 lentelėje.

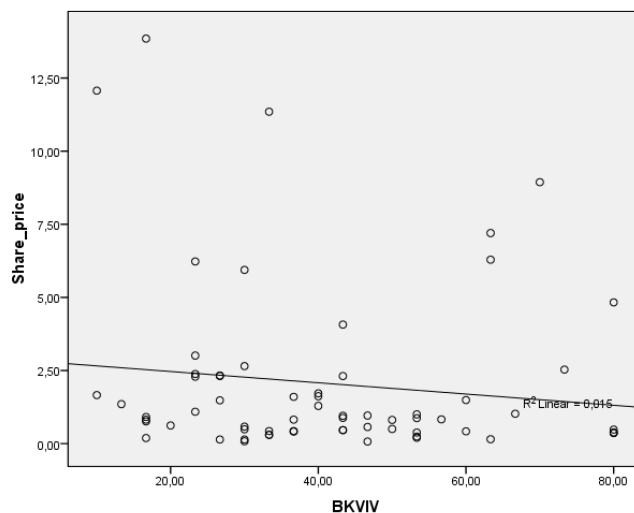
19lentelė. Apibendrinti korporatyvinio indekso įtakos P/B rodikliui rezultatai (sudaryta autoriaus)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Sig.
1	,124 ^a	,015	,000	2,95744	,325

a. Predictors: (Constant), BKVIV

b. Dependent Variable: Share_price

Iš 19 lentelės matyti, kad korporatyvinio valdymo indeksas vis dėlto neturi įtakos ir akcijų rinkos kainai, nes remiantis Pirsono koreliacijos koeficientu (R), kurio vertė yra 0,124, tarp sudaryto indekso ir akcijų rinkos vertės yra silpnas ryšys, kuris paaiškina tik 1,5% akcijų rinkos vertės reikšmių sklaidos apie vidurkį (žr. 11 pav.). Be to reikšmingumo lygmuo (Sig) yra didesnis nei 0,05, todėl šių veiksnių tarpusavio ryšys yra statistiškai nereikšmingas.



11pav. Korporatyvinio valdymo ir akcijų rinkos vertės sklaidos diagrama

Iš 11 paveikslė matyti, kad sklaidos diagrama patvirtina gautus rezultatus. Tarp analizuojamų veiksnių yra silpnas ryšys, nes kintamųjų reikšmės yra išsibarsčiusios apatinėje grafiko dalyje.

Taigi, daryta prielaida, kad sudarytas korporatyvinio valdymo indeksas gali turėti įtakos akcijų kainai nepasitvirtino. Tam įtakos gali turėti tai, kad NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje yra atliekama sąlyginai nedaug sandorių, kurių vertė lyginant su kitomis vertybinių popierių biržomis yra nedidelė. Todėl galima numanyti, kad dėl mažo biržos aktyvumo įmonių vadovai nėra suinteresuoti plėsti įmonės korporatyvinį valdymą įmonėje, o investuotojai dažniausiai akcijas perka arba parduoda atsižvelgdami į įmonės finansinius duomenis.

Apibendrinat galima teigti, kad apskaičiuota korporatyvinio valdymo indekso vertė parodo, kad vertybinių popierių biržoje listinguojamos įmonės yra dalinai linkusios laikytis korporatyvinio valdymo principų. Tai daugiausiai gali būti sąlygota to, kad šie principai yra tik rekomendacinio pobūdžio ir nėra apibrėžti įstatymiškai, todėl įmonės gali nesilaikyti joms netinkamų ar nenaudingų rekomendacijų. Vis dėlto apskaičiuota, kad šie korporatyvinio valdymo principai neturi statistiškai reikšmingos įtakos Lietuvos, Latvijos ir Estijos vertybinių popierių biržose listinguojamoms įmonėms.

IŠVADOS

1. Išanalizavus korporatyvinio valdymo teorijas nustatyta, kad visos teorijos akcentuoja vis kitus korporatyvinio valdymo principus., tačiau tarp jų taip pat randama labai daug panašumų. Vis dėlto labiausiai paplitusi yra agentavimo teorija, kurioje dominuoja agentavimo ir akcininkams kuriamos vertės problemos.

2. Mokslinių šaltinių analizė parodė, kad dažniausiai analizuojant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei mokslininkai sukuria savo arba naudojami jau įvairių institucijų sukurtais korporatyvinio valdymo indeksais, kurie yra sudaromi remiantis skirtingomis metodologijomis. Dažniausiai mokslininkai naudojami jau sukurtais metodais pritaikydami juos pagal savo požiūrį.

3. Korporatyvinio indekso vertei nustatyti mokslininkai dažniausiai vertina įvairius korporatyvinį valdymą lemiančius veiksnius, tarp kurių dažniausiai pasitaiko šios charakteristikos:: valdybos sudėtis, nepriklausomų narių skaičius, vidinis ir išorinis auditas, nuosavybės struktūra bei akcininkų interesai.

4. Išanalizavus korporatyvinio valdymo metodologijas nustatyta, kad atliekant korporatyvinio valdymo įtakos vertinimą įmonės vertei dažniausiai yra naudojamas mažiausiųjų kvadratų metodas, vertybinio portfelio sudarymas arba 2 žingsnių mažiausiųjų kvadratų metodas.

5. Nustatyta, kad tiriant korporatyvinio valdymo įtaką įmonės vertei, moksliniuose šaltiniuose įmonės vertė dažniausiai yra traktuojama kaip Tobin Q rodiklis.

6. Atlikus NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių korporatyvinio valdymo veiksmų laikymosi įvertinimą pagal NASDAQ OMX Vilnius pateiktas korporatyvinio valdymo rekomendacijų sąrašą, buvo nustatyta, kad visos įmonės laikosi sąžiningo ir nešališko elgesio su investuotojais, jiems sudaro visas galimybes balsuoti akcininkų susirinkime. Be to, užtikrina, kad kiekvienas kolegialaus organo narys skirs pakankamai laiko ir dėmesio savo pareigoms įmonėje atlikti bei visuomet stengiasi išvengti interesų konflikto arba, jei toks atsirastų, viešai jį deklaruoti. Visos analizuotos įmonės taip pat viešai teikia informaciją apie įmonės tikslus, finansinę situaciją ir kitą būsimiems ir esamiems investuotojams aktualią informaciją. Be to visose įmonėse yra vykdomas išorinis nepriklausomų auditorių auditas.

7. Atliekant tyrimą taip pat nustatyta, kad yra tokių korporatyvinio valdymo principų, kurių įmonės privalo laikytis, nes jie visose analizuojamose šalyse taip pat yra apibrėžti valstybės įstatymų nustatyta tvarka.

8. Įvertinus listinguojamas įmones buvo apskaičiuota, kad akcininkų teisų subindekso vidutinė vertė buvo 16,52, valdybos charakteristikos vidutinė vertė siekė 13,73, nepriklausomų narių – 11,64,

įmonės auditas – 15,22 ir finansinio skaidrumo 20,00, o bendra korporatyvinio valdymo indekso vertė siekė 77,11.

9. Nustatyta, kad tarp apskaičiuoto korporatyvinio valdymo indekso ir priklausomų kintamųjų koreliacija yra statistiškai nereikšminga, todėl indekso vertės neturi įtakos įmonės vertę atspindintiems rodikliams

10. Modifikavus korporatyvinio valdymo indekso vertę ir naudojantis mažiausiųjų kvadratų metodu buvo apskaičiuota, kad korporatyvinio valdymo indekso įtaka taip pat yra statistiškai nereikšminga visuose keturiuose modeliuose.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

A. Sharma (2011) Tata's new chairman to step into challenging role, Wall Street Journal, available at: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203764804577057810952070468.html>

Aboagye, A.Q. and Otioku, J. (2010), Are Ghanaian MFI's performance associated with corporate governance?, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 10 No. 3, pp. 307-320.

Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.

B. Al-Najjar (2013). Corporate governance, tourism growth and firm performance: Evidence from publicly listed tourism firms in five Middle Eastern countries *Tourism Management*, Volume 42, June 2014, Pages 342–351

B. F. Lima, A. Z. Sanvicente (2013) Quality of corporate governance and cost of equity in Brazil, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25 No. 1, pp. 72-80.

B. S. Black, H. Jang, W. Kim (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Oxford Journals Law & Social Sciences Jnl of Law, Economics, and Organization* Volume 22, Issue 2 Pp. 366-413. Prieiga internete: <http://jleo.oxfordjournals.org/content/22/2/366.short>

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249-283.

Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2003). Does corporate governance affect firm value?: evidence from Korea. University of Chicago Law School, Law and Economics Workshop.

Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & finance*, 51(1), 96-172.

D. C. Mueller (2006). Corporate governance and economic performance. *International Review of Applied Economics* 20, 623–643

E. Ergin (2012). Corporate Governance Ratings and Market Based Financial Performance: Evidence from Turkey, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 9, pp.61-68

Elsayed, K. and Wahba, H. (2013), Reinvestigating the relationship between ownership structure and inventory management: a corporate governance perspective, *International Journal of Production Economics*, Vol. 143 No. 1, pp. 207-218.

G. C. Kiel, G. J., Nicholson (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Inform Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance* 11, 189-205

Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of corporate finance*, 12(3), 381-402.

H. Y. Lee, C. J. Liu, S. L. Yang (2011). Corporate social responsibility and firm performance, *Tunghai Management Review*, Vol. 13 No. 1, pp. 77-111

H. Wahba (2015) The joint effect of board characteristics on financial performance: empirical evidence from Egypt, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 14 No. 1, pp. 20-40. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.1108/RAF-03-2013-0029>

Hodgson, A., Lhaopadchan, S. and Buakes, S. (2011), How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach, *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 19 No. 1, pp. 53-79.

I. Love (2010). *Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't* Published by Oxford University Press on behalf of the International Bank for Reconstruction and Development.

Y. T. Mak, K. Yuanto (2003). Board Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value. *Pulses by Singapore Stock Exchange*

J. Coles, N. Daniel, L. Naveen, (2005). Boards: Does one size fit all? Arizona State University Working Paper

J. Krafft, Y. Qu, F. Quattraro ir J. L. Ravix (2013). Corporate governance, value and performance of firms: new empirical results on convergence from a large international database. *Oxford Journals Social Sciences Industrial and Corporate Change* 10.1093/icc/dtt007. Prieiga per internetą: <http://icc.oxfordjournals.org/content/early/2013/03/14/icc.dtt007.short>

K. Samaha, K. Dahawy, K. Hussainey, ir P. Stapleton (2012) The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: the case of Egypt, *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 28 No. 1, pp. 168-178.

L. D. Brown ir M. L. Caylor (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*. Working Paper. Prieiga internete: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423

L. D. Brown, M. L. Caylor (2006). *Corporate Governance and Firm Performance*. *Journal of Accounting and Public Policy* 25(4), 409-434

Makki, M.A.M. and Lodhi, S.A. (2014), Impact of corporate governance on intellectual capital efficiency and financial performance, *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 8 No. 2, pp. 305-330.

N. Ozkan (2006). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5), 349e364.

P. A. Gompers, J. L. Ishii ir A. Metrick (2003). *Corporate Governance and Equity Prices*. NBER Working Paper No. 8449. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/papers/w8449>

R. Bauer, N. Gunster ir R. Otten (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. *Journal of Asset Management*, Vol. 5, No. 291-104. Prieiga per internetą: <http://www.cfapubs.org/doi/abs/10.2469/dig.v35.n1.1608>

S. M. Zabria, K. Ahmadb, K. K. Wah (2013). *Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia*, *Procedia Economics and Finance* 35 (2016) 287 – 296

S. Mishra, P. Mohanty (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India *Corporate governance*, Vol, 14 Iss 2 pp. 265 – 280.

S. Mouselli, K. Hussainey (2014). Corporate governance, analyst following and firm value *Corporate Governance*, Vol. 14 Iss 4 pp. 453 - 466

S. Mouselli, R. Abdulraouf, A. Jaafar (2014) Corporate governance, accruals quality and stock returns: evidence from the UK, *Corporate Governance*, Vol. 14 Iss 1 pp. 32 – 44. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.1108/CG-12-2012-0093>

T. M. Shahwan (2015) The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt, *Corporate Governance*, Vol. 15 Iss 5 pp. 641 - 662 prieiga internete: <http://dx.doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>

T. Shank, R. P. Hill, J. Stang (2013). Do investors benefit from good corporate governance?, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 13 Iss 4 pp. 384 – 396. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.1108/CG-03-2010-0027>

T. Sueyoshi, M. Goto, Y. Omi (2010). Corporate governance and firm performance: Evidence from Japanese manufacturing industries after the lost decade *European Journal of Operational Research* 203 (2010) 724–736

Thomsen, S. (2004). Corporate values and corporate governance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(4), 29-46.

V. Zelenyuk, V., Zheka, (2006). Corporate governance and Firm's efficiency: A case of a transitional country, Ukraine. *Journal of Productivity Analysis* 25, 143–157

PRIEDAI

1 PRIEDAS ĮMONIŲ KORPORATYVINIO VALDYMO CHARAKTERISTIKŲ VERTINIMAS

	A1	A2	A3	V1	V2	V3	V4	N1	N2	N3	K1	K2	K3	I1	I2
Amber Grid	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Apranga	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
AUGA group	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	1	1	1
Energijos skirstymo operatorius (ESO)	1	0	1	1	0	1	0	1	1	1	0	0	1	1	1
Grigeo Grigiškės	1	1	1	1	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Gubernija	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
Invakda INVL	1	1	1	0	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
INVL Baltic Farmland	1	1	1	0	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
INVL Baltic Real Estate	1	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
INVL Technology	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Kauno energija	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
Klaipėdos nafta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Lietuvos energijos gamyba	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	1	1	1
Linas	1	1	1	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Linas Agro Group	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
LITGRID	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Panevėžio statybos trestas	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	1	0	1	1	1
Pieno žvaigždės	1	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Rokiškio sūris	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Šiaulių bankas	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Snaigė	1	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Telia Lietuva	1	0	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Utenos trikotažas	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Vilkyškių pieninė	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Vilniaus baldai	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Vilniaus degtinė	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	1	1	1
Žemaitijos pienas	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	1	1
Brivais Vilnis	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Daugavpils Lokomotivju remonta rūpnica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ditton pievadkėžu rūpnica	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Grindeks	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1
Grobiņa	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
HansaMatrix	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Kurzemes atslēga 1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	1
Kurzemes CMAS	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Latvijas balzams	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	1
Latvijas Gāze	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
Latvijas Jūras medicīnas centrs	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1
Latvijas kuģniecība	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Olainfarm	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
PATA Saldus	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Rīgas autoelektroaparātu rūpnica	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
Rīgas elektromašīnbūves rūpnica	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Rīgas juvelierizstrādājumu rūpnica	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
Rīgas kuģu būvētava	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
SAF Tehnika	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Sīgudkas CMAS	1	0	1	1	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
Tosmares kuģubūvētava	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Valmieras stikla šķiedra	1	0	1	1	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
VEF	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
VEF Radiotehnika RRR	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Arco Vara	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	1	1	1
Baltika	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ekspress Grupp	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Harju Elekter	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
LHV Group	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1
Merko Ehitus	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	1
Nordecon	1	0	1	1	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
Olympic Entertainment Group	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
PRFoods	1	0	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Pro Kapital Grupp	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Silvano Fashion Group	1	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	1	1
Skano Group	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Tallink Grupp	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
Tallinna Kaubamaja Grupp	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1
Tallinna Vesi	1	0	1	1	0	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1
Trigon Property Development	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1

