

# KORPORACINIO VALDYMO EFEKTYVUMO ĮTAKOS ĮMONĖS VERTEI NUSTATYMO METODAI

Jurgita Stankevičienė

*Kauno technologijos universitetas, Lietuva, jurgita.stankeviciene@ktu.lt*

## Anotacija

Kiliosios pastarojo meto krizės ir praktikams, ir teoretikams uždavė klausimą, ar efektyvūs korporaciniai valdymo sprendimai gali sumažinti įmonių patiriamus nuostolius. Tokioje situacijoje galima iškelti hipotezę, kad įmonės vadovų ir kitų suinteresuotų asmenų gebėjimas priimti tinkamus sprendimus, t.y., efektyvus korporacinis valdymas, gali pagelbėti valdomai įmonei išlikti nestabilioje aplinkoje. Mokslinėje literatūroje korporacinio valdymo sprendimų efektyvumo įtaka įmonės veiklos rezultatams yra nagrinėjama, dėmesį sutelkiant ir į atskirus korporacinio valdymo aspektus (tokius kaip įmonės valdybos sudėtis, akcininkų aktyvumo lygis, atlygio vadovams pobūdis, savininkų struktūra ir pan.), ir į korporacinio valdymo visumą (apjungiant įvairius sprendimus). Taip pat siekiama nustatyti, ar ši poveikį riboja kokie nors su įmone, jos vidine ar išorine aplinka susiję aspektai. Tyrimų rezultatai nėra vienareikšmiai, todėl labai svarbu juos susisteminti ir nustatyti, kurie veiksniai yra lemiantys bei turintys stipriausią ryšį su sėkminga įmonės veikla.

Šiame straipsnyje atliekama mokslinės literatūros, nagrinėjančios korporacinio valdymo sprendimų įtakos įmonės vertei analizė bei apibrėžiami veiksniai, kuriais remiantis gali būti nustatoma korporacinio valdymo efektyvumo poveikis įmonės vertei.

*Raktažodžiai:* korporacinis valdymas, įmonės vertė.

## Įvadas

Pastaruoju metu globalios krizės aplinkoje keliamas klausimas, kiek prie šios situacijos prisidėjo prastas įmonių valdymas. Analizuojant žlugimančių įmonių situaciją ar ieškant išsigelbėjimo suvokiama, kad korporacinio valdymo neefektyvumas, neatitikimas iššūkiams bei susiklosčiusioms aplinkybėms tampa viena iš rizikos rūšių, kurios valdymui reikalingas atskiras ir ypatingas dėmesys. Iš kitos pusės, iki šiol dar yra nemažai ir skeptikų, abejojančių ryšiu tarp efektyvių korporacinio valdymo sprendimų ir įmonės veiklos rezultatų (išreiškiamų įvairiais rodikliais: įmonės vertė, jos pelningumu, akcijos rinkos kainos pokyčiais ir t.t.). Pagrindinės abejonės yra susijusios su tuo, kad ir korporacinio valdymo sprendimus, ir jų poveikį yra sunku ar neįmanoma išmatuoti, o net jei tai ir įmanoma, lieka neaiški priežastingumo kryptis bei kitų išorinių ir vidinių veiksnių poveikis.

Nepaisant to, nuo 1990-ųjų metų mokslinėje literatūroje nemažai dėmesio skiriama korporaciniam valdymui bei poveikiui, kurį pasirinkti valdymo metodai bei sprendimai daro įvairiems su įmonėmis susijusiems aspektams: įmonės santykiams su savininkais, darbuotojais, kitais suinteresuotais asmenimis, įmonės kultūrai, socialinei aplinkai ir t.t. Tačiau, nors ir nagrinėjama mokslinėje literatūroje, viena iš esminių su įmone susijusių *mokslinių problemų* vis dar lieka neišspręsta: tai pasirinktų korporacinio valdymo sprendimų efektyvumo įtakos įmonės veiklos rezultatams nustatymas. Todėl yra itin svarbu išskirti, kokiais veiksniais, apibrėžiančiais korporacinio valdymo sprendimus galima remtis, vertinant minėtų sprendimų poveikį įmonės vertei ir kitiems jos veiklos rezultatams.

Taigi, įvertinant iškeltus klausimus, šio *straipsnio tikslas* – atlikti mokslinės literatūros, nagrinėjančios korporacinio valdymo sprendimų įtakos įmonės rinkos vertei ir jos veiklos rezultatams analizę, apibendrinti empirinius tyrimus, atliktus šioje srityje įvairiose šalyse bei apibrėžti veiksniai, kuriais remiantis gali būti nustatomas korporacinio valdymo efektyvumo poveikis įmonės rinkos vertei bei jos veiklos rezultatams.

*Tyrimo objektas* – korporacinio valdymo sprendimai ir jų įtaka įmonės vertei.

Straipsnyje tiriant ir analizuojant korporacinio valdymo efektyvumo įtakos įmonės rinkos vertei nustatymo metodus yra naudojami bendramoksliniai *tyrimo metodai*: sisteminė ir loginė mokslinės literatūros analizė, atskirų atvejų nagrinėjimas ir lyginamoji analizė.

## Korporacinio valdymo efektyvumo įtaka įmonės vertei: literatūros apžvalga

Korporacinis valdymas paprastai yra siejamas su reguliavimu, priežiūra ar veikla ir reiškia vadovavimą korporacijai (Letza ir kt., 2008). Tačiau skirtingi tyrėjai korporacinį valdymą suvokia nevienodai. Vienas iš požiūrių yra tas, jog pagrindinis valdytojo tikslas – užtikrinti, kad kapitalo tiekėjai gautų grąžą iš savo investicijų, be to, korporacija didinama pelną įvykdo ir savo socialinės atsakomybės reikalavimus. Kitas požiūris tas, kad pagrindinis valdymo tikslas yra sukurti pridėtinę vertę kiek įmanoma

didesniam skaičiui dalininkų. O tai iš korporacijų reikalauja prisiimti didesnę atsakomybę savo socialiniame kontekste, nei vien tik pelno didinimas (Letza ir kt., 2008).

Hebble ir Ramaswamy (2005) naudoja Ekonominio bendradarbiavimo ir vystymo organizacijos pateikiamą bendrąją korporacinio valdymo apibrėžimą: „Korporacinis valdymas yra sistema, kuria remianti verslo korporacijos yra valdomos ir kontroliuojamos. Korporacinio valdymo struktūra apibrėžia teisių ir atsakomybių pasiskirstymą tarp skirtingų suinteresuotų asmenų korporacijoje, tokių kaip valdyba, vadovai, akcininkai, kiti dalininkai, bei išdėsto sprendimų, liečiančių korporacijos reikalus, priėmimo taisykles ir procedūras“. Ši sistema taip pat pateikia kompanijos tikslų nustatymo struktūrą ir šių tikslų siekimo bei veiklos stebėjimo priemones.

Tačiau kiti įvairioje literatūroje pateikiami apibrėžimai aprėpia platų spektrą: nuo aprašomų atskirų veiksmų, tokių kaip įmonės vidinio valdymo kokybė, iki originalių apibrėžimų, kuriuos pateikia įvairūs tyrėjai ar konsultacinės organizacijos. Dėl šios priežasties gali kilti pagrįsta abejonė, kad bandymo susieti korporacinį valdymą ir įmonės veiklos rezultatus sėkmė priklausys nuo naudojamo korporacinio valdymo apibrėžimo. Tai taip pat galėtų būti įdomi diskusijų tema, tačiau šiame straipsnyje bus apsiribojama aukščiau pateiktu Hebble ir Ramaswamy (2005) apibrėžimu, analizuojamus tyrimus skirstant į tiriančius atskiras korporacinio valdymo sritis (tokias kaip akcininkų aktyvumas, valdybos ir direktorių charakteristikos ir pan.) bei naudojančius visuminį požiūrį.

Pirmoje lentelėje pateikiamas šiame staipsnyje analizuojamų tyrimų apibendrinimas, išskiriant svarbiausius atskirose srityse gautus rezultatus, kurie vėliau padės išskirti veiksmus, turinčius stipriausią ryšį su įmonės veiklos rezultatais.

**1 lentelė.** Korporacinio valdymo efektyvumo įtakos įmonės veiklos rezultatams tyrimai

Tyrimų sritis	Tyrimų rezultatai	Autorius, periodas, šalis, tiriamų įmonių imtis
Akcininkų aktyvumas	Stiprus teigiamas ryšys su įmonės verte, pelnu, pardavimų pajamų augimu, mažesniais kapitalo kaštais.	Gompers ir kt. (2003); 1990-iejai; JAV; 1.500
	Stiprus teigiamas ryšys su įmonės verte, veiklos rezultatais, išmokų akcininkams dydžiu.	GMI; 2004, 2005; multinacionalinis tyrimas; 2.300, 3.200 Brown ir Caylor (2004); 2002; JAV; 2.327
	Empirinio aiškumo nenustatyta (tyrimo dienai akcininkai buvo mažai aktyvūs).	Drobetz ir kt. (2003); 1998-2002; Vokietija; 253
Valdyba ir direktoriai	Stiprus teigiamas valdybos nepriklausomumo ryšys su investuotojų gaunama grąža, akcijos kainos augimu	Millstein ir MacAvoy (1997); 1990-iejai; nd; 154 Farber (2004); 1997; JAV; 87
	Stiprus teigiamas vadovų atskaitomybės ryšys ir dažnesnio valdybos perrinkimo ryšys su įmonės verte bei pelningumo augimu.	Bebchuk ir Cohen (2004); 1995 – 2002; JAV; 1.400 – 1.800 (kasmet) Bebchuk ir kt. (2004); 1990 – 2002; JAV; 1.400 – 1.800 (kasmet) Faleye (2007); 1995 – 2002; JAV; 2.072
Kompleksiniai tyrimai	Stiprus teigiamas korporacinio valdymo efektyvumo ryšys su įmonės veiklos rezultatais ir jos verte.	Shaheen ir Nishat (2005); 2004; Pakistanas; 226 Aggarwal ir Williamson (2006); 2001 – 2005; JAV; 2.300 – 5.259
	Korporacinio valdymo savybės lemia tikimybę išlikti finansiškai nestabilioms įmonėms.	Parker ir kt. (2002); 1988-1996; JAV; 176
	Korporacinio valdymo efektyvumo ryšys su įmonės veiklos rezultatais yra, tačiau neaiški priežastingumo kryptis	Claessens (2003); nd; JAV; nd
Kita	Paskelbtos korporacinio valdymo politikos egzistavimas: rinkos kapitalizacijos, pelningumo rodiklių (išskyrus turto) ryšys stiprus. Ryšio su turto pelningumu nėra arba jis nereikšmingas.	Hebble ir Ramaswamy (2005); 2004; JAV; 120
	Socialinė įmonės atsakomybė: ją prisiimančios įmonės patiria geresnius veiklos rezultatus	Weiser ir Zadek (2000); nd; JAV; nd Edmans (2008); 1984 – 2005; JAV; 100

**Akcininkų aktyvumas.** Į akcininkus orientuotas korporacinis valdymas reiškia, kad pagrindinis korporacijos tikslas yra maksimizuoti akcininkų gerovę. Mokslininkai atliekantys tyrimus šioje srityje kelia hipotezę, jog akcininkų aktyvumas (t.y., tiesioginė įtaka įmonės valdymui bei jos veiklai) lemia geresnius įmonės veiklos rezultatus (pelningumo, rinkos vertės, akcijų kainos augimo ir panašių rodiklių požiūriu).

Tačiau apibendrinant atliktus tyrimus galima teigti, jog nemaža jų dalis nenustato tiesioginio akcininkų aktyvumo ryšio su įmonės veiklos rezultatais. Kai kurie mokslininkai laikosi nuomonės, jog ryšį tarp akcininkų aktyvumo ir veiklos rezultatų yra sunku įvertinti kiekybiškai ir jog negali būti tiesioginio ir aiškaus įrodymo, kad korporacinis valdymas įtakotų akcijų kainas. Bet kuriuo atveju, dauguma tyrėjų yra pasidalinę į dvi stovyklas: viena jų – kad akcininkų aktyvumas daro išmatuojamą, teigiamą poveikį įmonės veiklos rezultatams; kita – kad jo poveikis nereikšmingas (kitais tariant, kad institucinis aktyvumas pagerina valdymo standartus ir praktiką, nedarydamas bent jau neigiamo poveikio akcijų kainai, o kartu ir augančiai įmonės rinkos vertei). Be to teigiama, kad akcijų kainą gali įtakoti ir daugybė kitų vidinių bei išorinių veiksnių, nesusijusių (bent jau tiesiogiai) su korporacinio valdymo praktika.

Visgi, augantis tyrėjų skaičius nustatė statistiškai patikimą ryšį tarp efektyvaus korporacinio valdymo (akcininkų aktyvumo požiūriu) ir gerų veiklos rezultatų ir atvirkščiai – tarp prastos valdymo praktikos ir menkų rezultatų. Pavyzdžiui, Gompers ir kiti (2003) nustatė stiprų teigiamą ryšį tarp korporacinio valdymo praktikos, teikiančios pirmenybę stiprioms akcininkų teisėms ir aukštos įmonės vertės, didesnio pelno ir greitesnio pardavimų pajamų augimo tempo bei mažesnių kapitalo kaštų.

Tarptautinė Valdymo Metrika<sup>1</sup> taip pat yra paskelbusi tyrimo rezultatus, kurie rodo, jog geriausią korporacinio valdymo efektyvumo reitingą turinčių įmonių rezultatai lenkė Indekso S&P 500 rezultatus daugiau nei 10 procentų (priklausomai nuo pasirinkto laikotarpio), o prastai valdomose įmonėse ne tik gaunami prastesni veiklos rezultatai, pasiekiami mažesnė įmonės vertė, bet ir mokamos mažesnės išmokos akcininkams (dividendai). Nors šių tyrimų metu vertinami daugelis korporacinio valdymo aspektų, kaip stipriausius statistinius ryšius turintys nurodomi būtent akcininkų aktyvumo rodikliai.

Brown ir Caylor (2004) atliktas tyrimas parodė, kad nors ne visų efektyvaus valdymo indikatorių ryšys su gerais veiklos rezultatais yra stiprus, tačiau grynojo pelno marža buvo glaudžiai susijusi su valdymo efektyvumu: 10 procentų aukščiausius įvertinimus gavusių įmonių šio rodiklio šakos vidurkį lenkė 46 procentais.

Nors Lietuvoje tyrimų, analizuojančių korporacinio valdymo sprendimų efektyvumo poveikį nebuvo atlikta, tačiau sąsajų galima išvelgti Norvaisiene ir kt. (2008) tyrime, kur teigiama, kad akcininkų ir vadovų konflikto pasekmės lemia įmonės vertę: tiriant Baltijos šalių įmones nustatyta, kad aukštesnis skolų lygis (to pageidauja akcininkai, siekdami nuosavybės grąžos augimo) sąlygoja mažesnę įmonės vertę ir mažesnes jos augimo galimybes. Taigi šiuo atveju, akcininkų aktyvumas įmonės vertei darytų neigiamą poveikį.

**Valdyba ir direktoriai.** Įmonės valdyba ir direktoriai atstovauja įmonės kontrolės viršūnę, kartu atlikdami dvigubus: sprendimų priėmimo ir kontrolės vaidmenis. Jų vaidmuo – vykdyti ir prižiūrėti įmonės valdymą, tuo pačiu užtikrinant, kad būtų tenkinami akcininkų interesai. Taigi, valdybos ir direktorių elgsena taip pat yra viena iš plačiausiai nagrinėjamų korporacinio valdymo sričių.

Vienas iš šioje srityje nagrinėjamų aspektų – direktoriaus (generalinio) ir valdybos pirmininko vaidmenų atskyrimas, teigiant, jog atskiras (idealiu atveju – nepriklausomas) valdybos pirmininkas gali tapti kertiniu efektyvaus korporacinio valdymo akmeniu ir kad įmonės, kurios laikosi „padalinimo“ strategijos paprastai rodo geresnius veiklos rezultatus. Šį teiginį patvirtina Farber (2004) tyrimas, kurio rezultatai parodo, jog įmonių, kurios didina valdymo efektyvumą šiuo požiūriu, akcijų kaina kyla žymiai daugiau netgi eliminavus pelningumo poveikį šiam (akcijų kainos augimo) rodikliui. Analogiškus rezultatus pateikia ir Millstein ir MacAvoy (1997), teigdami, jog didesnė investuotojų grąža yra susijusi su efektyvia korporacinio valdymo praktika (efektyvia valdymo praktika autoriai laiko nepriklausomos valdybos egzistavimą).

Kitas aspektas, susijęs ne tik su valdybos sudėtimi bei nepriklausomybe, bet ir su akcininkų aktyvumu, yra vadovų atskaitomybės klausimas. Šioje srityje atlikti tyrimai rodo, kad menkos vadovų atskaitomybės bei posto „nepajudinamumo“ rezultatas – ekonomiškai reikšmingas įmonės vertės mažėjimas (Bebchuk ir Cohen, 2004) bei pelningumo mažėjimas (Bebchuk ir kt., 2004). Faleye (2007) patvirtindamas anksčiau aptartų tyrimų rezultatus taip pat teigia, jog „nepajudama“ valdyba turi neigiamą poveikį įmonės vertei bei, kad tokia valdyba teikia naudą vadovams akcininkų sąskaita.

<sup>1</sup> Korporacinio valdymo tyrimų ir reitingavimo agentūra (Governance Metrics International – GMI).

**Kompleksiniai tyrimai.** Prieš apibendrinant tyrimus, analizuojančius daugelį korporacinio valdymo veiksnių vienu metu, būtina pastebėti, jog nemažai tyrimų yra atlikta ir analizuojant dėmesio su kitais įmonės dalininkais susijusiems klausimams (darbo sąlygoms, žmonių teisėms, aplinkai ir pan.) poveikį įmonės veiklos rezultatams. Šių tyrimų rezultatai teigia, kad tokiose įmonėse, kurių tikslas yra tolimesnis nei kuo greitesnė nauda, didesnę grąžą gauna ir investuotojai. Pavyzdžiui, Weiser ir Zadek (2000) savo tyrime, nagrinėjančiame socialiai atsakingo korporacijos elgesio poveikį įvairiems veiklos faktoriams nustatė, jog daugelis empirinių tyrimų patvirtina, kad įmonės, demonstruojančios savo socialinę atsakomybę, lenkia kitais aspektais analogiškas įmones. Dar daugiau, Edmans (2008) savo tyrime nustatė, kad įmonės, kuriose vyrauja aukštas darbuotojų pasitenkinimo laipsnis, gauna ir aukštą grąžą, netgi eliminavus pramonės šakos, faktoringės rizikos bei kitų charakteristikų įtaką.

Grįžtant prie kompleksinio požiūrio, reikia paminėti, kad tokius tyrimus atliekantys autoriai korporacinio valdymo efektyvumą vertina įtraukdami ir apibendrinami daugelį valdymo veiksnių, įskaitant ir anksčiau paminėtus. Pavyzdžiui, Aggarwal ir Williamson (2006) teigia, jog korporacinis valdymas yra svarbus įmonės vertės kūrimo aspektas. Dar daugiau, Parker ir kiti (2002) teigia, jog korporacinio valdymo mechanizmai yra vieni lemiančių veiksnių išliekant ar bankrutuojant finansiškai nestabilioms įmonėms.

Claesens (2003) taip pat demonstruoja ryšį tarp korporacinio valdymo ir veiklos rezultatų gerėjimo, tačiau iškelia klausimą: ar efektyvus korporacinis valdymas veda prie geresnių finansinių rezultatų, ar priklausomybė priešinga? Šis autorius teigia, kad priklausomybės kryptis nėra nuo efektyvesnio korporacinio valdymo į geresnius finansinius rezultatus. Anot jo, greičiau tai yra viena iš dviejų galimybių: arba priklausomybės kryptis priešinga, arba egzistuoja kiti faktoriai, lemiantys ir efektyvesnį korporacinį valdymą, ir geresnius finansinius rezultatus.

Drobetz ir kt. (2003) atkreipia dėmesį į dar vieną su vertinimu susijusį aspektą: faktą, kad už didesnę riziką investuotojai pageidauja adekvačios kompensacijos, kas sąlygoja didesnę pelno normą. Atitinkamai, diegdamos efektyvesnę korporacinio valdymo praktiką, įmonės gali sumažinti pageidaujamą pelno normą, o kartu ir savo kapitalo kaštus, taip padidindamos ir įmonės vertę. Black ir kt. (2005), analizuodami korporacinio valdymo poveikį, taip pat patvirtino daugumą anksčiau paminėtų teiginių, įskaitant ir mažesnius kapitalo kaštus. Šių autorių teigimu, net jei efektyviai valdoma įmonė ir nemoka didesnių dividendų, tačiau to paties dydžio dividendai ar pelnas efektyvaus korporacinio valdymo atveju yra aukščiau vertinami, dėl ko įmonė patiria mažesnius kapitalo kaštus. Tačiau šiai nuomonei prieštarauja Shaheen ir Nishat (2005), kurių atliktas tyrimas rodo, jog efektyvesnis valdymas akcininkams užtikrina didesnius dividendus.

Hebble ir Ramaswamy (2005) teigia, kad egzistuojant daugeliui korporacinio valdymo apibrėžimų, reikia tirti ne atskirus korporacinio valdymo aspektus ar jų derinį, bet įmones, turinčias korporacinio valdymo politiką (skelbiamą viešai) ir tokios neturinčias. Autorių hipotezė yra ta, kad galbūt komplikuoti veiksniai nėra reikalingi vertinant ryšį tarp korporacinio valdymo praktikos ir įmonės veiklos rezultatų; galbūt vien paskelbta politika jau yra pakankamas signalas įmonės akcininkams ir kitiems dalininkams, kad įmonėje korporacinis valdymas vertinamas rimtai. Taigi, savo studijoje autoriai nevertino įmonių korporacinio valdymo efektyvumo, tačiau atlikdami žvalgomąjį tyrimą bandė nustatyti ryšį tarp įmonės dydžio, veiklos rezultatų bei rizikos rodiklių ir paskelbtos korporacinio valdymo politikos egzistavimo. Tyrimo rezultatai autorių hipotezę patvirtino tik iš dalies.

Apibendrinant atliktų tyrimų rezultatus galima teigti, kad ryšys tarp korporacinio valdymo efektyvumo ir įmonės veiklos rezultatų visgi egzistuoja. Tačiau tikslesni rezultatai gaunami vertinant kompleksiskai, t.y., tyrime neapsiribojant kažkuria viena sritimi, o apimant daugelį korporacinio valdymo efektyvumą apibrėžiančių veiksnių. Priešingu atveju, nėra įmanoma nustatyti, ar įmonės vertės pokyčiui įtakos neturi kitas jos valdymo aspektas. Dėl ką tik paminėtos priežasties toliau šiame straipsnyje bus išskirti korporacinio valdymo veiksniai, kurie, remiantis ką tik apibendrintų tyrimų rezultatais, daro didžiausią poveikį įmonės veiklos rezultatams.

### **Korporacinio valdymo efektyvumo įtakos įmonės vertei vertinimo veiksniai**

Tiriant korporacinio valdymo sprendimų įtaką įmonės vertei, būtina naudoti tik objektyvius veiksniai, t.y. tokius, kurie neatspindėtų subjektyvios įmonės vadovų ar susijusių asmenų nuomonės, norų ar ateities planų ir kurių egzistavimą būtų galima patikrinti remiantis oficialiais įmonės dokumentais, ataskaitomis ar kita panašia informacija. Be to, naudojami veiksniai turi būti akivaizdžiai susiję su korporaciniu valdymu, o jų egzistavimas (atitikimas jiems) įmonėje nedviprasmiškai žymėti efektyvesnį korporacinį valdymą,

lyginant su minimo veiksnio nebuvimu. Taip pat vertinimo veiksniai turi būti taikytini visuotinai, t.y. nėra prasmės naudoti tokius, kurie atspindėtų unikalius, tik tam tikrai įmonei ar jų grupei būdingus korporacinio valdymo sprendimus ir procedūras. Be to, atliekant tyrimus globalioje aplinkoje, būtina atsižvelgti ir į skirtingą (nors palaipsniui ir panašėjančią) įstatyminę bazę, reikalavimus, taikomus įmonių valdymui bei įpročius ir praktiką šioje srityje: korporacinio valdymo veiksniai, aktualūs vienose šalyse, gali būti nenaudotini ir netgi neteisėti kitose.

Ankstesniame skyrelyje aptarti autoriai, atlikę tyrimus nagrinėjamoje srityje, naudojo nuo keletu iki keliasdešimt korporacinio valdymo efektyvumą apsprendžiančių veiksnių (analizuodami kiekvieno atskirai bei jų komplekso poveikį įvairiems su įmonės veiklos rezultatais susijusiems aspektams). Toliau pateikiamoje 2 lentelėje yra išskirti dažniausiai į tyrimus įtraukiami bei autorės nuomone Lietuvos sąlygomis aktualūs veiksniai bei apibrėžiamas iki šiol nustatytas jų poveikis keletui su įmonės verte ir jos veiklos rezultatais susijusių rodiklių. Tušti langeliai lentelėje reiškia, kad šiame straipsnyje aptartuose tyrimuose konkretaus korporacinio valdymo veiksnio poveikis atitinkamam rodikliui atskirai išskirtas nebuvo.

**2 lentelė.** Korporacinio valdymo efektyvumo įtakos įmonės vertei tyrimo veiksniai

Veiksny	Rinkos vertė	Pelningumas		Tobin'o Q	Dividendai
		Nuosavybės	Grynasis		
<i>Akcininkų aktyvumas</i>					
Direktoriai renkami tiesiogiai	↑	↑↓↔	↑↓↔	↑↓↔	↓↔
Direktorių kandidatūros paviešinamos iš anksto				↑	
Valdybos darbas vertinamas reguliariai	↑	↑	↑	↑	↑
Valdyba renkama kasmet	↑	↔	↔	↔	↑
<i>Valdyba ir direktoriai</i>					
Valdybą sudaro 6 – 15 narių		↔	↑	↑	↑
Valdybai priklauso bent vienas su įmone tiesiogiai nesusijęs narys	↑	↑↓	↑↓	↑↓↔	↑
Įmonėje veikia vidaus auditas				↑	
Valdybos susirinkimų lankomumas sudaro ≥ 75%		↑	↔	↑	↑
Generalinis direktorius ir valdybos pirmininkas yra skirtingi asmenys		↑↔	↑↔	↑↔	↑↔
Direktoriai valdo įmonės akcijas		↑↓↔	↑↓↔	↓↔	↑↓
<i>Kita</i>					
Bendras korporacinio valdymo indeksas	↑	↑↓	↑↓	↑	↑↓
Paskelbtos korporacinio valdymo politikos egzistavimas		↑	↑		
Įmonės tinklalapyje paskelbti valdybos narių anketiniai duomenys				↑	

Čia: ↑ - nustatytas teigiamas, statistiškai reikšmingas ryšys;  
 ↓ - nustatytas neigiamas, statistiškai reikšmingas ryšys;  
 ↔ - ryšys nustatytas, tačiau statistiškai nereikšmingas.

Analizuojant pateiktus duomenis matyti, kad ir daugelio veiksnių, ir daugumos rodiklių atvejų atliktų tyrimų rezultatai yra prieštaringi: kai kur nustatyta, jog atskiro veiksnio poveikis vienam ar kitam rodikliui gali būti tiek neigiamas, tiek teigiamas; kartais nustatytas ryšys yra statistiškai nereikšmingas, todėl negali būti vertinamas kaip lemiantis įmonės veiklos rezultatų pokyčius. Ypač ryškiai išsiskiria tokie veiksniai kaip tiesioginiai direktorių rinkimai, įmonės direktorių buvimas tos pačios įmonės akcininkais ir iš dalies – valdybos nepriklausomumas. Šių veiksnių atveju iki šiol atliktų tyrimų rezultatai ypatingai prieštarauja vieni kitiems.

Analogiška situacija yra ir korporacinį valdymą vertinant kompleksiskai (t.y., į tyrimą įtraukiant daugelį veiksnių). Šiuo atveju ryšys visais atvejais nustatomas statistiškai reikšmingas, tačiau tik poveikio rinkos vertei bei augimo perspektyvoms (Tobin'o Q) atveju jis yra visuomet teigiamas. Gi pelningumo rodiklių bei dividendų dydžio atveju tyrimų rezultatai yra prieštaringi, t.y., gera korporacinio valdymo praktika nebūtinai lemia pelningumo rodiklių augimą. Tačiau neigiamas ryšys su dividendais nebūtinai reiškia neigiamą poveikį analizuojamiems rodikliams: kaip jau buvo minėta anksčiau, tai gali reikšti

mažesnius kapitalo kaštus, kadangi akcininkai to paties dydžio dividendus vertina geriau, jei valdymo praktika įmonėje yra efektyvi. Mažesni kaštai reiškia aukštesnę įmonės vertę, ką patvirtina ir tokio veiksnio kaip tiesioginiai direktorių rinkimai bei kompleksinių tyrimų rezultatai.

Vienintelis atvejis, kai visuose be išimties tyrimuose vertintas veiksnys parodė statistiškai reikšmingą teigiamą ryšį su visais aptariamais rodikliais, yra reguliarus valdybos darbo vertinimas. Tai reiškia, kad ir tiriant korporacinio valdymo efektyvumo poveikį, ir tobulinant pačią korporacinio valdymo praktiką, į šį veiksnių būtina atsižvelgti. Žinoma, ne mažiau svarbūs yra ir kiti veiksniai, kadangi rezultatų skirtumą, kaip teigia dauguma autorių, galėjo lemti skirtingos ekonominės sąlygos tiriamose šalyse bei skirtingi tyrimų laikotarpiai, kurie vėlgi apsprendžia ekonominę situaciją. Todėl vėlgi, ir pasirenkant veiksnius tyrimams, ir apibrėžiant didžiausio dėmesio reikalaujančias korporacinio valdymo sritis, į ekonomines sąlygas taip pat reikia atsižvelgti.

### Išvados

Korporacinio valdymo kontekste išskiriamos dvi tyrimų kryptys. Vienoje jų mokslininkai nagrinėja akcinių aktyvumo, kitoje – valdybos bei direktorių darbo principų poveikį įmonės veiklos rezultatams.

Įmonėse, kurios taiko korporacinio valdymo praktiką, teikiančią pirmenybę stiprioms akcinių teisėms (kai akcininkai tiesiogiai renka direktorius, kasmet renka valdybą bei griežtai kontroliuoja valdybos darbą), pasireiškia įmonės vertės, pelno bei pardavimų pajamų augimo tendencija.

Akcijų kainų, pelningumo ir kitų rodiklių augimo tendencija ryški ir esant didesniam valdybos narių bei direktorių aktyvumui (pasireiškiančiam per valdybos posėdžių lankomumą) bei nepriklausomumui (kai valdyboje yra su įmone nesusijusių narių bei kai atskiriamos generalinio direktoriaus ir valdybos pirmininko pareigybės).

Aktyviai valdomas įmones investuotojai vertina kaip patikimesnes, todėl nustato mažesnę pageidaujamą investicijų į tokią įmonę pelno normą, o tai mažina įmonės kapitalo kaštus, kas savo ruožtu, yra vienas iš svarbiausių įmonės vertę didinančių veiksnių.

### Literatūra

1. Aggarwal, R., R. G. Williamson (2006). Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance attributes? SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=859264](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=859264).
2. Bebchuk L., A. Cohen (2004). The Cost of Entrenched Boards. National Bureau of Economic Research. Working Paper No 10587.
3. Bebchuk L., A. Cohen, and A. Ferrell (2004). What Matters in Corporate Governance? Harvard Law and Economics Discussion Paper No 491.
4. Black, B., H. Jang, and W. Kim (2005). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. ECGI Working Paper No 86/2005.
5. Bradley, N. (2004). Corporate Governance Scoring and the Link between Corporate Governance and Performance Indicators: in search of the Holy Grail. Corporate Governance, Vol. 12 (1), 8-10.
6. Brown, L. D., M. L. Caylor (2004). Corporate Governance and Firm Performance. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=586423>.
7. Claessens, S. (2003). Corporate Governance and Development. The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank.
8. Drobetz, W., A. Schillhofer and H. Zimmermann (2003). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. WWZ Department of Finance Working Paper, 2.
9. Edmans, A. (2008) Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=985735](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985735).
10. Faleye, O. (2007). Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment. Journal of Financial Economics, Vol. 83 (2).
11. Farber, D. B. (2005). Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter? The Accounting Review, Vol. 80 (2).
12. Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003). Corporate Governance and Equity Prices. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 118 (1), 107-155.
13. Hebble, A., V. Ramaswamy (2005). Corporate Governance and Firm Characteristics (The Sarbanes-Oxley Act of 2002). Journal of Business & Economics Research, Vol. 3 (5), 27-31.

14. Letza, S., J. Kirkbride, X. Sun and C. Smallman (2008). Corporate Governance Theorizing: limits, critics and alternatives. *International Journal of Law and Management*, Vol. 50 (1), 17-32.
15. Millstein, I. M., O. W. MacAvoy (1997). The Active Board of Directors and Improved Performance of the Large Publicly Traded Corporation. Yale School of Management, Working Paper No OL-09.
16. Norvaisiene, R., J. Stankeviciene and R. Krusinskas (2008). 'The impact of loan capital on the Baltic listed companies' investment and growth', *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*(2), pp. 40-48.
17. Parker, S., G. F. Peters and H. F. Turetsky, (2002). Corporate Governance and Corporate Failure: a Survival Analysis. *Corporate Governance*, Vol. 2 (2), 4-12.
18. Shaheen, R., M. Nishat (2005) Corporate Governance and Firm Performance- an Exploratory Analysis. *The Journal of Corporate Ownership & Control*, Vol. 5, Issue 1.
19. Weiser, J., S. Zadek (2000). Conversations with Disbelievers: Persuading Companies to Address Social Challenges. The Ford Foundation.
20. Prieiga per internetą: [www.gmiratings.com](http://www.gmiratings.com)

## **THE METHODS OF ESTIMATING THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE EFFECTIVENESS TO CORPORATE VALUE**

**Jurgita Stankeviciene**

### **Summary**

Recent crises asked scientists and practitioners a question whether the efficient corporate governance decisions are able to reduce losses experienced by the companies. Such situation raises hypothesis that ability of company leaders and other concerned persons to enact proper decisions, i.e., efficient corporate governance, may help the controlled company to survive in the unstable environment. There are many discussions in the scientific literature about the impact of corporate governance decisions' efficiency to the results of company's activity. Part of this literature focuses attention to separate aspects of corporate governance (such as board composition, activity of shareholders, managers' compensation, etc.), another part takes corporate governance as a whole (i.e. different decisions are integrated). Also, scientists are seeking to estimate if this impact is influenced by any other factors, related to company, or its internal or external environment. Results of many researches are ambiguous, therefore it is extremely important to systemize them and to identify elements that are determinant and have strongest relation to successful activity of the company.

In this article, the scientific literature researching the impact of corporate governance decisions to corporate value is analyzed and elements needed to estimate the effectiveness of corporate governance to corporate value are determined.

*Keywords:* Corporate governance, corporate value.