

VYTAUTO DIDŽIOJO UNIVERSITETAS

Siuzana ŠČERBINA–DALIBAGIENĖ

**KORPORATYVINIO VALDYMO REGULIAVIMO  
POVEIKIO KAPITALO RINKOMS VERTINIMAS  
EUROPOS SĄJUNGOJE**

Daktaro disertacija

Socialiniai mokslai, ekonomika (04 S)

Kaunas, 2016

UDK 334.784(4)

Šč-25

Mokslo daktaro disertacija rengta 2008–2015 metais Vytauto Didžiojo universiteto Ekonomikos ir vadybos fakulteto Finansų katedroje.

**Mokslinis vadovas:**

Prof. dr. Kristina Levišauskaitė (Vytauto Didžiojo universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika 04 S)

ISBN 978-609-467-188-3

# TURINYS

<b>LENTELIŲ SAŲVADAS</b> .....	<b>5</b>
<b>PAVEIKSLŲ SAŲVADAS</b> .....	<b>6</b>
<b>PAGRINDINĖS SAŲVOKOS</b> .....	<b>7</b>
<b>ĮVADAS</b> .....	<b>11</b>
<b>1. Korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos teorinės prielaidos</b> .....	<b>21</b>
1.1. Korporatyvinis valdymas teisės ir ekonomikos mokslų sandūroje.....	21
1.1.1. Korporatyvinio valdymo instituto ištakos ir samprata.....	21
1.1.2. Teisės tradicijos vaidmuo korporatyvinio valdymo modelių formavimesi.....	26
1.2. Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje.....	32
1.2.1. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poreikis ir ypatumai.....	32
1.2.2. Korporatyvinio valdymo samprata Europos Sąjungoje ir reguliavimo turinys....	36
1.2.3. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje būdai ir raida.....	40
1.3. Korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveika.....	44
1.3.1. Kapitalo rinkų kaitos tendencijos ir jų reikšmė korporatyviniam valdymui.....	44
1.3.2. Kapitalo rinkų išsivystymo lygio nustatymas.....	48
1.3.3. Korporatyvinio valdymo poveikio kapitalo rinkoms vertinimas.....	53
<b>2. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinimo metodika</b> .....	<b>60</b>
2.1. Korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis.....	60
2.2. Konceptualaus modelio transformavimas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikiui valstybių narių kapitalo rinkoms įvertinti.....	64
2.3. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodika.....	68
2.4. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodai.....	73
2.4.1. Atvejo analizė.....	73
2.4.2. Ekspertų apklausa.....	78
2.4.3. Leksimetrikos metodas.....	81
2.4.4. Statistinė duomenų analizė.....	83
2.4.5. Rangavimas.....	85
2.5. Tyrimo rezultatų interpretavimas ir metodologiniai apribojimai.....	86

<b>3. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimas .....</b>	<b>90</b>
3.1. Anglosaksų teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė.....	90
3.1.1. Jungtinė Karalystė.....	90
3.1.2. Airija.....	93
3.2. Germanų teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė.....	95
3.2.1. Vokietija.....	96
3.2.2. Austrija.....	99
3.3. Romanų teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė.....	101
3.3.1. Prancūzija.....	101
3.3.2. Portugalija.....	103
3.4. Postsocialistinę teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė.....	105
3.4.1. Lenkija.....	106
3.4.2. Lietuva.....	108
3.5. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo rezultatai.....	111
3.5.1. Korporatyvinio valdymo kaitos Europos Sąjungos valstybėse narėse lyginamoji analizė.....	111
3.5.2. Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčių lyginamoji analizė.....	115
3.5.3. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimas atsižvelgiant į kapitalo rinkų dydį .....	118
3.5.4. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimas atsižvelgiant į valstybių narių teisės tradiciją.....	123
3.6. Korporatyvinio valdymo politikos Europos Sąjungoje formavimo perspektyvos ir rekomendacijos.....	128
<b>IŠVADOS IR PASIŪLYMAI .....</b>	<b>132</b>
<b>LITERATŪROS SĄRAŠAS .....</b>	<b>138</b>
<b>PRIEDAI .....</b>	<b>172</b>

## LENTELIŲ SAŲADAS

Nr.	Pavadinimas	Psl.
1.	Pagrindiniai korporatyvinio valdymo modeliai Europos Sąjungoje ir jų požymiai	31
2.	Kapitalo rinkos išsivystymo vertinimo kriterijai	52
3.	Korporatyvinio valdymo poveikio kapitalo rinkoms vertinimo rodikliai	57
4.	Europos Sąjungos valstybių narių grupavimas pagal teisės tradiciją ir kapitalo rinkos dydį	72
5.	Ekspertų apklausos klausimyno struktūra	80
6.	Leksimetrikos metodo taikymas korporatyvinio valdymo požymių kaitos valstybėse narėse dėl Europos Sąjungos reguliavimo vertinimui	82
7.	Rangavimo metodo taikymas valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčiams vertinti	86
8.	Hipotezių tikrinimo kriterijai	88
9.	Korporatyvinio valdymo pokyčių valstybėse narėse dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu vertinimo rezultatai	113
10.	Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių 2004–2011 metais aritmetinių vidurkių palyginimas (%)	116
11.	Ekspertinio vertinimo rangavimo rezultatų matrica	117
12.	Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių 2004–2011 metais aritmetiniai vidurkiai (%) ir jiems suteikti balai	119
13.	Valstybių narių rangavimas pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus	120
14.	Ekspertų vertinimo dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybėms narėms (dėl kapitalo rinkos dydžio) apibendrinimas	122
15.	Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių 2004–2011 metais aritmetiniai vidurkiai (%) ir jiems suteikti balai	124
16.	Europos Sąjungos valstybių narių rangavimas pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus	125
17.	Ekspertų vertinimo dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybėms narėms (dėl teisės tradicijos) apibendrinimas	126

## PAVEIKSLŲ SAŲVADAS

<b>Nr.</b>	<b>Pavadinimas</b>	<b>Psl.</b>
1.	Disertacijos struktūros loginė seka	16
2.	Teisės tradicijų Europos Sąjungoje žemėlapis	28
3.	Korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis	61
4.	Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo loginė struktūra	66
5.	Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms vertinimo tyrimo loginė schema	70
6.	Atvejo ataskaitos struktūra	75
7.	Valstybių narių palyginimas pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus	121
8.	Valstybių narių palyginimas pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus	126

## PAGRINDINĖS SĄVOKOS

**Akcininkų teorija** – bendrovės tikslų teorija, teigianti, kad bendrovių vadovai yra akcininkų atstovai, todėl svarbiausias jų tikslas yra valdyti bendrovę taip, kad maksimizuotų akcininkų pelną (Jackson, 2011).

**Atvejo analizė** – kokybinio tyrimo metodas, kuriuo giliai nagrinėjamas reiškinys, atsižvelgiant į jo realų gyvavimą, ypač kai ribos tarp reiškinio ir konteksto nėra aiškios, ir kuriuo siekiama nušviesti sprendimą ar sprendimų visumą, kad būtų atsakyta į klausimus, kodėl jie buvo priimti, kaip jie buvo įgyvendinti ir kokios yra jų pasekmės (Yin, 2009, Schramm, 1997).

**Bendroji rinka** – tokia valstybių ekonominė integracija, kuriai būdinga bendra vidaus rinka, pasižyminti laisvu prekių, paslaugų, kapitalo ir asmenų judėjimu, ir bendras išorinis prekių, paslaugų bei gamybos veiksnių reguliavimas (adaptuota pagal G. Vitkų, 2002).

**Bendrovė** – ribotos atsakomybės juridinis asmuo, kurio įstatinis kapitalas padalytas į dalis, vadinamas akcijomis.

**Bendrovės kontrolė** – faktinė teisė rinkti bendrovės direktorių, valdybos narius arba jų daugumą naudojantis teisinėmis priemonėmis arba darant spaudimą (Berle ir Means, 1932).

**Derinimas** – procesas, kuriuo nustatomos tarptautinio suvienodinimo priimtinos ribos, bet nebūtinai prilygstančios visiškam vienodumui (Menski, 2005).

**Direktorius** (taip pat **vadovas**) – tai bet kuris bendrovės valdymo arba priežiūros organo narys, taip pat bendrovės vadovas („NASDAQ OMX Vilnius“ listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas, 2009).

**Direktyva** – vienas iš Bendrijos steigimo sutartyje nurodytų Europos Bendrijos institucijų leidžiamų teisės aktų, kurių tikslai valstybėms narėms yra privalomi, tačiau jų įgyvendinimo formas ir būdus valstybės narės gali pasirinkti pačios (adaptuota pagal G. Vitkų, 2002).

**Dvipakopė valdymo struktūra** – bendrovės valdymo struktūra, sudaryta iš valdymo organo, į kurio sudėtį įeina vykdomieji direktoriai, ir kolegialaus priežiūros organo, į kurio sudėtį įeina ne vykdomieji direktoriai.

**Europos Sąjungos valstybė narė** (taip pat **valstybė narė**) – valstybė, pasirašiusi Europos bendrijų steigimo ir Europos Sąjungos sutartis.

**Griežtoji teisė (angl. *hard law*)** – teisiškai įpareigojančios normos, pasižyminčios tikslumu ir nedviprasmiškumu reikalaujamo elgesio atžvilgiu, leidžiančios arba draudžiančios ir priskiriančios įgaliojimus trečiosioms šalims jas interpretuoti ir įgyvendinti (Abbott ir Snidal, 2000).

**Integracija** – procesas, kai pavieniai autonominiai socialiniai junginiai nustato ir plėtoja tarpusavio ryšius taip, kad laipsniškai kiekvieno jų autonomija mažėja ir kiekvienas tampa didesnio ir sudėtingesnio junginio sudedamąja dalimi (Vitkus, 2002).

**Korporatyvinio valdymo modelis** – teorinis korporatyvinio valdymo sistemos pavyzdys, apibrėžtas tokiais požymiais kaip bendrovės vadovų tikslai, interesų konfliktas, investuotojų apsauga, atskaitomybė ir skaidrumas, bendrovių valdymo struktūra, darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme, rinka bendrovių kontrolės perėmimui, vadovų atlyginimas, nuosavybės struktūra, reguliavimo pobūdis (adaptuota pagal Baran, 2008).

**Korporatyvinio valdymo sistema** – sistema, susidedanti iš formalių ir neformalių institutų, įstatymų, vertybių ir taisyklių, kurios sukuria galimų teisinių ir organizacinių formų pasirinkimą šalyje, o šios savo ruožtu apibrėžia jėgų pasidalijimą – kaip pasiskirsto nuosavybė, priimami ir prižiūrimi vadovų sprendimai, perduodama ir tikrinama informacija, paskirstomi pelnas ir nauda (Cornelius ir Kogut, 2003).

**Leksimetrika** – lyginamoji kiekybinė teisinių priemonių analizė (Cooter ir Ginsburg, 2003).

**Negriežtoji teisė (angl. *soft law*)** – normos, turinčios susitarimo (konsensuso) aspektą, bet neturinčios tradicinio privalomumo aspekto (sankcijos) (Čiočys, 2013).

**Ne vykdomasis direktorius (angl. *non - executive director*)** – tai bet kuris visuotinio akcininkų susirinkimo renkamo kolegialaus organo narys, išskyrus vykdomąjį direktorių („NASDAQ OMX Vilnius“ listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas, 2009).

**Principas „laikykis arba paaiškink“ (angl. *comply or explain*)** reiškia, kad bendrovės turi laikytis bendrovių valdymo kodekso ir apie tai informuoti metiniame pranešime, o jei nesilaiko konkrečių kodekso nuostatų, tame pranešime paaiškinti, kodėl nesilaikoma (Čiočys, 2013).

**Reglamentas** – vienas iš Bendrijos steigimo sutartyje numatytų Europos Bendrijos institucijų leidžiamų teisės aktų, privalomas visa apimtimi ir tiesiogiai taikomas visose valstybėse narėse (Vitkus, 2002).

**Reguliavimas** – teisės normų naudojimas siekiant socialinių ekonominių tikslų įgyvendinimo (Hertog, 2010).

**Reguliavimasis** – pačių reguliuojamųjų asmenų nusistatyti elgesio standartai (Turnbull, 1997).

**Reguliuojamoji rinka** – tai rinkos operatoriaus valdoma ir (ar) administruojama daugiašalė sistema, jungianti arba sudaranti lengvesnes sąlygas sistemingai ir taikant neleidžiančias veikti savo nuožiūra taisykles jungti daugiašalius trečiųjų šalių interesus pirkti ir parduoti finansines priemones, sudarant sandorį dėl finansinių priemonių, kuriomis leista prekiauti taikant šios sistemos taisykles ir (arba) pačioje sistemoje (Direktyva 2004/39/EB).

**Rekomendacija** – vienas iš Bendrijos steigimo sutartyje nurodytų Europos Bendrijos institucijų leidžiamų teisės aktų, kuris nėra teisiškai privalomas Europos Sąjungos teisės aktas, tačiau nacionaliniai teismai turi į jį atsižvelgti, ypač aiškindamiesi kitas Europos teisės priemones (adaptuota pagal G. Vitkų, 2002).

**Suinteresuotų asmenų teorija** – bendrovės tikslų teorija, teigianti, kad bendrovių vadovų tikslas yra ne vien akcininkų pelno maksimizavimas, bet visų suinteresuotų asmenų gerovės suderinimas (Jackson, 2011).

**Teisinė sistema** – tai teisinės tikrovės visuminis darinys, išreiškiantis bet kurios socialinės grupės teisinės sąmonės, objektinės teisės ir teisinės praktikos vienovę (Šlapkauskas, 2006).

**Teisės tradicija** – teisės, religijos, papročių, įpročių ir apskritai kultūros paveldas, formuojantis konkrečias teisės sistemas (Baublys ir kt., 2010).

**Vidiniai asmenys (angl. *insiders*)** – su bendrove susiję asmenys, tokie kaip vadovai, stambiaji akcininkai, kreditoriai ir darbuotojai (Schmidt, 2004).

**Vienpakopė valdymo struktūra** – bendrovės valdymo struktūra, sudaryta iš vieno kolegialaus valdymo organo – direktorių valdybos, kurios sudėtyje yra vykdomieji ir ne vykdomieji direktoriai.

**Vykdomasis direktorius (angl. *executive director*)** – tai visuotinio akcininkų susirinkimo renkamo kolegialaus organo narys, įtrauktas į kasdieninį bendrovės valdymą („NASDAQ OMX Vilnius“ listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas, 2009).

## **TEKSTE VARTOJAMI TRUMPINIAI**

**AT** – Austrija

**DE** – Vokietija

**FR** – Prancūzija

**IE** – Airija

**LT** – Lietuva

**PL** – Lenkija

**PT** – Portugalija

**UK** – Jungtinė Karalystė

**CAP** – rinkos kapitalizacija

**LIST** – vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius

**TRN** – apyvarta

**IPO** – pirminių viešų akcijų siūlymų skaičius

**M&A** – susijungimo ir įsigijimo atvejų reguliuojamojoje rinkoje skaičius

## IVADAS

**Temos aktualumas.** Korporatyvinio valdymo reguliavimo politiką ir praktiką Europos Sąjungoje lemia tai, kad investuotojų ir kitų į investavimo procesą įtrauktų asmenų interesų apsauga yra viena esminių prielaidų, siekiant sukurti veiksmingą bendrą kapitalo rinką ir tokiu būdu maksimizuoti Europos Sąjungos plėtros naudą visoms valstybėms narėms. Bendros kapitalo rinkos kūrimas Europos Sąjungoje yra dinamiškas procesas, todėl korporatyvinio valdymo reguliavimo tematika yra aktualus mokslinių, politinių ir praktinio pritaikomumo diskusijų objektas.

Diskusijų apie korporatyvinio valdymo reguliavimą Europos Sąjungoje dalyviai formuluoja tokius probleminius klausimus: kaip turėtų būti reguliuojamas korporatyvinis valdymas, kad būtų užtikrintas sėkmingas bendros Europos Sąjungos kapitalo rinkos kūrimas ir valstybių narių kapitalo rinkų plėtra; kas turi įtakos korporatyvinio valdymo reguliavimo mastui ir turiniui; kokia korporatyvinio valdymo reguliavimo apimtis yra optimali; koku būdu griežtesnis korporatyvinio valdymo reguliavimas užtikrina sėkmingesnę kapitalo rinkų plėtrą; kaip galima būtų sukurti visoms valstybėms narėms tinkantį reguliavimą; kaip valstybės lygmens sprendimai korporatyvinio valdymo srityje gali daryti įtaką šalies kapitalo rinkai; ir kt.

Globali 2008 metų finansų krizė ir jos išdavoje išryškėjusios didelių tarptautinių bendrovių korporatyvinio valdymo problemos atskleidė valstybių narių nacionalinio bei Europos Sąjungos lygmens reguliavimo korporatyvinio valdymo srityje trūkumus. Tai skatina Europos Komisiją imtis veiksmų tam, kad būtų atkuriamas ir palaikomas rinkų bei visuomenės pasitikėjimas finansų sistema, taip parodant korporatyvinio valdymo reguliavimo svarbą Europos Sąjungos ekonomikoje. Atsižvelgiant į tai, korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos institucijoms yra svarbus uždavinys, turinio prasme tampantis aktualia ekonomikos ir teisėkūros politikos dalimi, kurio įgyvendinimas tiesiogiai susijęs su finansų rinkų Europos Sąjungoje funkcionavimu ir vystymusi.

**Mokslinė problematika ir jos ištyrimo lygis.** Nuo praėjusio šimtmečio, pradėjus intensyviai plėtoti šalių kapitalo rinkoms, korporatyvinio valdymo tematika sulaukia didelio dėmesio moksliniuose tyrimuose. Korporatyvinio valdymo domisi tiek ekonomikos, tiek teisės krypties mokslininkai, todėl šios tematikos tyrimai pasižymi nagrinėjamų klausimų įvairove ir tarpdiscipliniškumu.

D. Denis ir J. McConnell (2003) apžvelgdami korporatyvinio valdymo tyrimus išskyrė dvi jų kryptis. Pirmajai tyrimų kryptiai būdinga tai, kad jos atstovai tyrimus atlikdavo vienos šalies ribose ir daugiausia nagrinėjo vidinius korporatyvinio valdymo mechanizmus, tokius kaip bendrovės valdymo struktūra (Bezemer ir kt., 2014; Belot ir kt., 2014; Dahya, McConnell,

Travlos, 2002) ar bendrovės nuosavybė ir kontrolė (Xu ir kt., 2015; Connelly ir kt., 2012; Harford ir kt., 2008; Facio, Lang, 2002; Gorton, Schmid, 2000). Vertinant šiuos tyrimus, pažymėtinas jų reikšmingas indėlis į korporatyvinio valdymo tyrimų tematikos plėtrą, kadangi jais buvo atskleistos korporatyvinio valdymo ir bendrovės veiklos rezultatų sąajos. Būtent gauti skirtingi šių tyrimų rezultatai įvairiose šalyse skatino tyrėjus ieškoti šių nevienodumų priežasčių ir taip sukūrė pagrindus tolesniems šalių lyginamiesiems korporatyvinio valdymo tyrimams, taip pat ir platesnei korporatyvinio valdymo klausimų analizei.

Antroji tyrimų kryptis prasidėjo nuo R. La Porta ir kt. (1998) tyrimo, kurio metu 49 šalyse buvo tirtas šalies teisės sistemos suteikiamo investuotojų apsaugos lygio ryšys su nuosavybės koncentracija bendrovėse. Paminėti tyrėjai pradėjo naujo pobūdžio tyrimus, kuriuose nėra apsiribojama tyrimo atlikimu vienoje šalyje, juose daug dėmesio skiriama šalių palyginimui ir rezultatų apibendrinimui. Be to, pradedami tirti išoriniai korporatyvinio valdymo mechanizmai, tokie kaip šalies teisės sistema ir atskirų korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimas (Mateescu, 2015; Beiner, Drobetz, Schmid, Zimmermann, 2006; Coffee, 2001; Rajan, Zingales, 2000; Wurgler, 2000). Atkreiptinas dėmesys, kad išorinių korporatyvinio valdymo mechanizmų tyrimai glaudžiai siejasi su teisinių klausimų analize, todėl tokio pobūdžio tyrimai pasižymi tarpdiscipliniškumu.

Nors pastaruoju laikotarpiu korporatyvinio valdymo srityje dominuoja šalių lyginamieji tyrimai (Mateescu, 2015; Black ir kt., 2013; Lazareva, Rachinsky, Stepanov, 2008; Najib, 2007; Goergen, Martynova, Rennboog, 2005; La Porta ir kt., 2002), tyrimai, besiremiantys tik vienos šalies analize, taip pat nepraranda savo aktualumo (pvz.: Ararat ir kt., 2014; Muravyev, Berezinets, 2014; Dharmapala, Khanna, 2013; Bennedsen ir kt., 2012; Black ir kt., 2012; Black, Kim, 2012; Black, De Carvalho, Gorga, 2009; Wu, Xu, Yuan, 2009; Matei, 2008).

Lietuvoje korporatyvinio valdymo klausimus nagrinėti pradėjo J. Bivainis (2000) – jis atliko stambiausių Lietuvos akcinių bendrovių nuosavybės struktūros ir jos įtakos įmonių veiklos rezultatams analizę. Vėliau V. Didžiulis (2001) nagrinėjo sąlygas, nulemiančias korporatyvinio valdymo būklę šalies ūkiui persiorientuojant į rinkos ekonomiką, ir ieškojo priemonių, sudarančių galimybę jas paveikti norima linkme. P. Čerka (2006) savo darbe gilinasi į nuosavybės ir valdymo atskyrimo problematiką akcinėse bendrovėse, daugiau dėmesio skirdamas teisiniams ir vadybiniais korporatyvinio valdymo aspektams. Korporatyvinio valdymo klausimus Lietuvoje tęstinai nagrinėja V. Darškuvienė (2000, 2003, 2007) – ji analizuoja korporatyvinio valdymo transformacijas ir jų ekonominį kontekstą. Korporatyvinį valdymą mikroekonominio aspektu taip pat nagrinėjo ir P. Vazniokas (2011), teisiniu aspektu korporatyvinio valdymo reguliavimo Lietuvoje klausimus analizavo R. Čiočys (2013). Apžvelgus Lietuvos autorių atliktus tyrimus korporatyvinio valdymo srityje, minėtina, kad

dauguma Lietuvos autorių tyrimų galėtų būti priskirti pirmosios krypties korporatyvinio valdymo tyrimams, kadangi iš esmės tyrimuose apsiribojama tik vienos šalies – Lietuvos situacijos vertinimu. Tyrimai apie išorinius korporatyvinio valdymo mechanizmus, tokius kaip šalies teisės sistema ar korporatyvinio valdymo reguliavimas, santykis su šalies ekonomika, nėra kiek plačiau išplėtoti. Taip pat būtų vertinga atlikti šalių lyginamuosius tyrimus, kur Lietuva būtų vertinama lyginant su kitomis Europos Sąjungos šalimis.

Apžvelgiant disertacijoje pristatytus tyrimus, kuriuose nagrinėjamas korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimas, minėtina, kad daugiausia dėmesio skiriama šalyje priimto tam tikro teisės akto ar reformos korporatyvinio valdymo srityje pasekmės vertinti (Abraham ir kt., 2015; Michael, Goo, 2015; Uemura, 2014; Muravyev, Berezinets, 2014; Wintoki, 2007; Kamar, Karaca–Mandic, Talley, 2007; Giannetti, 2003). Nors atskirose šalyse ir yra nagrinėjamos korporatyvinio valdymo reguliavimo kaitos pasekmės, tačiau, siekiant išryškinti bendras tendencijas ir sąsajas, nepakanka nors ir išsamios, bet tik vienos šalies korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimo poveikio jos kapitalo rinkai analizės. Korporatyvinio valdymo reguliavimo analizę vertėtų plėtoti reprezentatyvaus valstybių narių skaičiaus lyginamaisiais tyrimais, paremtais bendrais metodologiniais principais ir metodika. Būtent Europos Sąjungos lygmeniu priimami sprendimai korporatyvinio valdymo srityje, kurie privalomai turi būti perkelti į valstybių narių teisės sistemas, sukuria unikalią galimybę įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, remiantis reikšmingo skaičiaus šalių patirtimi.

Kaip teigia N. Brennan ir J. Solomon (2008), korporatyvinio valdymo klausimus analizuojantys tyrimai paprastai pasižymi tradiciniu kiekybiniu požiūriu į nagrinėjamas problemas, juose neapimami konteksto, globalizacijos ar kaitos per tam tikrą laiką aspektai. Prasminga būtų korporatyvinio valdymo tyrimuose kiekybinius tyrimo metodus papildyti kokybiniais tyrimo metodais.

Kita korporatyvinio valdymo tyrimų problema yra ta, kad tokie tyrimai atliekami pagal vieną iš dviejų strategijų: gilūs ir siauri vienos šalies tyrimai arba platūs daugelio šalių daugelio įmonių tyrimai (Black ir kt., 2013). Esminis gilių ir siaurų tyrimų trūkumas yra ribotas tiriamųjų šalių skaičius, neleidžiantis daryti apibendrinamų išvadų, o platūs daugiašaliai tyrimai, nors tokio trūkumo ir neturi, yra per daug paviršutiniški, jais neįvertinami šalių ypatumai. Tai atskleidžia korporatyvinio valdymo tyrimų, atliekamų taikant tiek kokybinius, tiek kiekybinius tyrimo metodus ir sudarančių prielaidas platesnio spektro rezultatų gavimui ir apibendrinamųjų išvadų galimybei, o kartu leidžiančių įvertinti ir šalių institucinius ypatumus, poreikį.

Reikšminga pažymėti, kad Europos Sąjunga jungia istoriškai susiformavusių skirtingų korporatyvinio valdymo sistemų šalis, ir šie skirtumai apsunkina bendro korporatyvinio

valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje kūrimą, kuris sudarytų sąlygas bendros kapitalo rinkos formavimuisi ir sėkmingam vystymuisi. Tai ir kelia problemą, kurios ištakos glūdi siekyje nustatyti bendrą korporatyvinio valdymo reguliavimą Europos Sąjungoje visoms valstybėms narėms, kai tų valstybių narių teisės tradicijos ir kapitalo rinkos yra labai skirtingos. Būtent šios aplinkybės sudaro prielaidas ieškoti atsakymo į klausimą, kaip bendras korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygmeniu veikia valstybių narių kapitalo rinkas. Pažymėtina, kad daug diskutuojant apie korporatyvinio valdymo politiką Europos Sąjungoje ir apie atskirus šioje srityje priimamus sprendimus (Hopt, 2015; Magnier, 2014; Horn, 2009; Lütz, Eberle, 2008; Brooks, Ivaschenko, 2008; Van Apeldoorn, Horn, 2007; Hertig, McCahery, 2007; Braendle, Noll, 2006; Hermes, Postma, Zivkov, 2006), moksliniuose tyrimuose vertėtų kompleksiskai įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, atsižvelgiant į valstybių narių skirtumus.

**Mokslinė problema** – kokios yra prielaidos korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikai ir kaip korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu veikia valstybių narių kapitalo rinkas.

**Tyrimo objektas** – korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikis kapitalo rinkai.

**Tyrimo tikslas** – atskleidus korporatyvinio valdymo instituto, kaip ekonominio reiškinių, esmę, išanalizavus korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu ypatumus ir korporatyvinio valdymo bei kapitalo rinkų sąveiką, įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms.

**Tyrimo uždaviniai:**

1. Atskleisti korporatyvinio valdymo daugiaaspektę sampratą ir pagrindinius korporatyvinio valdymo modelius Europos Sąjungoje.

2. Išanalizuoti korporatyvinio valdymo reguliavimo politiką Europos Sąjungoje, atskleidžiant jos turinį, raidą ir formavimo ypatumus.

3. Atskleisti korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkos sąveiką.

4. Pateikti kompleksiskumo principu pagrįstą korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelį ir parengti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms įvertinimo metodiką.

5. Taikant parengtą metodiką, įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį korporatyviniam valdymui ir kapitalo rinkoms Europos Sąjungos valstybėse narėse.

6. Modeliuoti tolesnes korporatyvinio valdymo politikos Europos Sąjungoje formavimo perspektyvas.

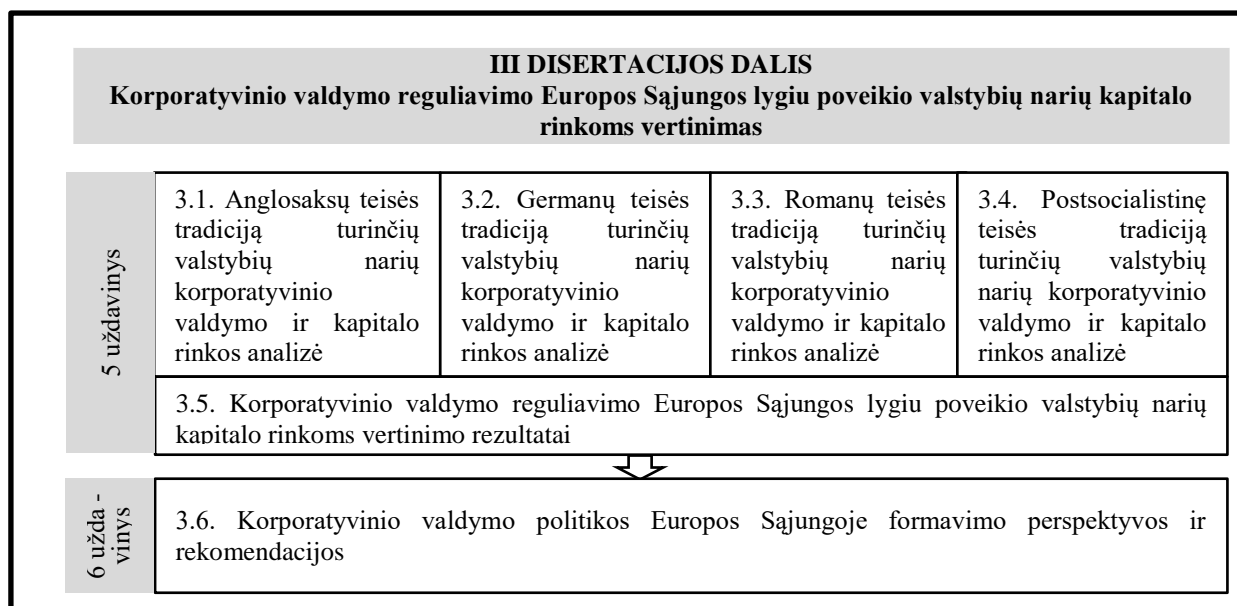
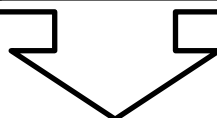
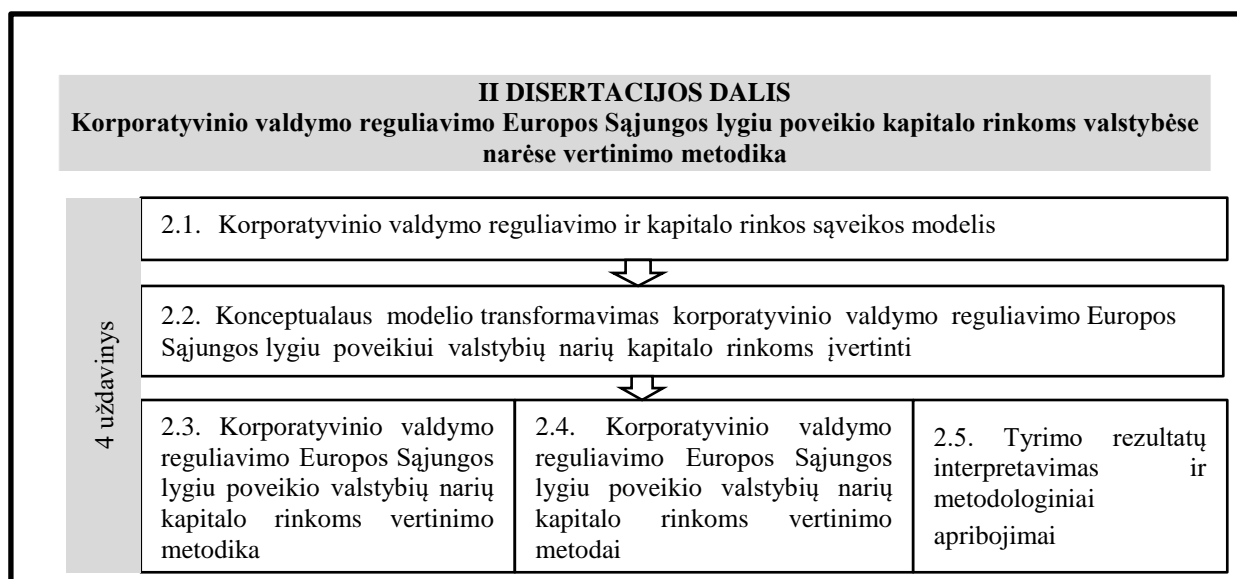
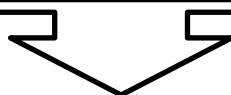
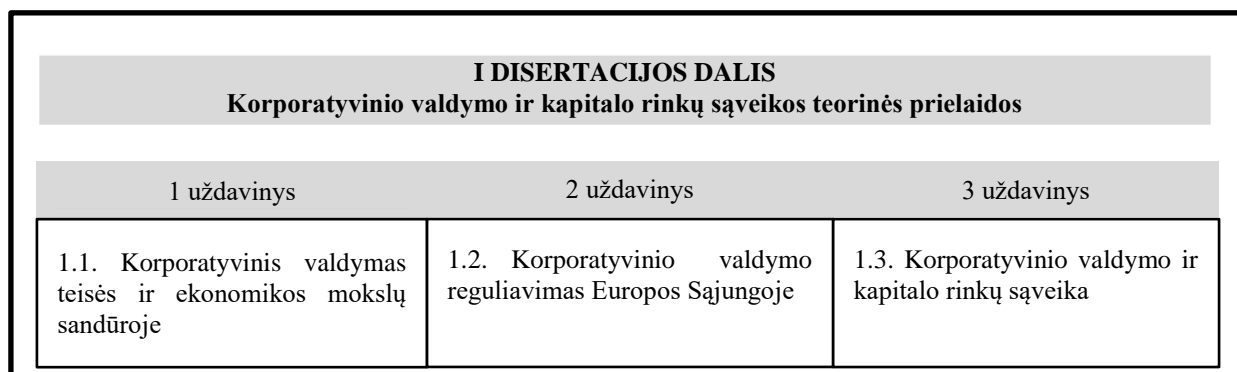
**Tyrimo logika.** Disertacijos loginę struktūrą lėmė suformuluoti mokslinė problema, objektas, tyrimo tikslas ir jam įgyvendinti iškelti uždaviniai, kurių seka ir sąsajos su disertacijos pagrindinėmis dalimis ir skyriais pateikti 1 paveiksle.

**Tyrimo metodai.** Disertacijoje naudojami kokybiniai ir kiekybiniai tyrimo metodai. Teoriniam problemos pagrindimui pasitelkti mokslinės literatūros ir teisės aktų analizės, palyginimo ir apibendrinimo metodai. Empiriniame tyrime naudoti atvejo analizės, ekspertų apklausos, leksimetrikos, statistinės analizės, rangavimo, mokslinės literatūros ir teisės aktų analizės metodai.

**Tyrime naudoti informacijos šaltiniai.** Nagrinėjant korporatyvinio valdymo sampratą, pagrindinius korporatyvinio valdymo modelius Europos Sąjungoje, korporatyvinio valdymo reguliavimo politikos Europos Sąjungoje raidą bei formavimo ypatumus ir atskleidžiant korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkos sąveiką, naudotasi įvairių šalių moksline literatūra, studijomis. Teisiniam reguliavimui korporatyvinio valdymo srityje atskleisti naudotasi Europos Sąjungos ir jos valstybių narių nacionaliniais teisės aktais. Europos Sąjungos teisės aktų paieška vykdyta EUR-lex (oficiali Europos Sąjungos teisės ir leidinių svetainė) ir valstybių narių nacionalinėse teisės aktų paieškos sistemose. Valstybių narių kapitalo rinkų analizės empiriniam tyrimui atlikti naudoti Eurostat (Europos Bendrijų statistikos tarnyba), FESE (Europos vertybinių popierių biržos federacija), Bloomberg, „Nasdaq OMX Baltic“ duomenų bazės.

**Tyrimo apribojimai.** Tyrime analizuojamos ne visos, o tik aštuonios tikslingai atrinktos Europos Sąjungos valstybės narės. Valstybių narių atranka pagrįsta siekiu atskleisti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms skirtingumą, atsižvelgiant į valstybių narių nevienodumą, ir šiam siekiui įgyvendinti pasirinktas tai leidžiantis kompleksiskai atlikti atvejo analizės metodas. Vis dėlto nors ši valstybių narių, įtrauktų į tyrimą, imtis pakankama, tačiau atlikus visų valstybių narių korporatyvinio valdymo kaitos dėl reguliavimo Europos Sąjungos lygiu bei kapitalo rinkos funkcionavimo analizę, vertinimo rezultatai gali kisti.

Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms vertinimą riboja analizuotų kapitalo rinkos funkcionavimą atspindinčių rodiklių skaičius dėl periodiškai tarptautinėse statistikos duomenų bazėse skelbiamų rodiklių trūkumo. Atkreiptinas dėmesys, kad, vykstant valstybių narių vertybinių popierių biržų konsolidacijai, dažnai nėra pateikiami atskirų valstybių narių vertybinių popierių biržų rodiklių statistiniai duomenys.



*1 pav. Disertacijos struktūros loginė seka*

Taikant atvejo analizės metodą tyrime buvo paliečiamas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms kontekstas, tačiau tyrime nėra atskirai vertinamos nacionalinės valstybių narių iniciatyvos korporatyvinio valdymo srityje, kurios galėjo būti vykdomos šalia Europos Sąjungos iniciatyvų įgyvendinimo, galinčios taip pat paveikti šalies kapitalo rinkos funkcionavimą. Be to, nebuvo vertinti kiti veiksniai, tokie kaip vertybinių popierių rinkos reguliavimas, bankų veiklos priežiūra, tarpvalstybinio investavimo skatinimas ir pan., Europos Sąjungos lygmeniu priimti sprendimai, galintys turėti įtakos valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimui.

Siūlomame korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelyje išskirti įvairūs veiksniai, tokie kaip teisės tradicija, ekonominis išsivystymas, kultūra, politika, turintys įtakos korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveikai, tačiau dėl disertacinio tyrimo apimties apribojimų šioje disertacijoje vertintas tik šalies teisės tradicijos veiksnys. Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu yra tęstinis procesas, neturintis aiškiai apibrėžtos pradžios ir pabaigos. Valstybėse narėse vykstantys procesai taip pat yra tęstiniai ir kartu veikiami daugelio toms šalims būdingų institucinės aplinkos ypatumų. Atsižvelgiant į tai, korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikio kapitalo rinkoms vertinimo rezultatai gali būti paveikti ir kitų aplinkybių bei veiksnių, į kuriuos disertacijos tyrime nebuvo atsižvelgta.

**Disertacijos mokslinė vertė ir naujumas.** Disertacijos mokslinę vertę nusako ir rezultatų naujumą pagrindžia šie teoriniai tyrimo rezultatai:

- Atliktas disertacijoje tyrimas pasižymi tarpdiscipliniškumu, jame išryškintos ekonomikos ir teisės mokslų sąsajos, atskleidžiant disertacijos mokslinės problemos – kaip korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu veikia valstybių narių kapitalo rinkas – esmę.

- Susisteminius ir išanalizavus korporatyvinį valdymą reguliuojančius Europos Sąjungos institucijų priimtus teisės aktus, išgrynintos korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu sritys ir, atsižvelgiant į apibrėžtus korporatyvinio valdymo modelių požymius, nustatyta bendro korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu kryptis.

- Išanalizavus teorines prielaidas, pagrindžiančias korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveiką, sudarytas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis, leidžiantis visapusiškai analizuoti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį kapitalo rinkoms.

- Pateikta metodika, sudaranti prielaidas kompleksiskai įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį valstybių narių korporatyviam

valdymui ir jų kapitalo rinkoms. Pasiūlytoje kompleksinėje metodikoje kiekybiniai tyrimo metodai papildyti kokybiniais, tarp jų ir tokiais kaip atvejo analizė, leksimetrika, kurie dar nėra plačiai taikomi atliekant ekonomikos krypties tyrimus.

- Pagal parengtą metodiką atlikus empirinį tyrimą, nustatyta, kurio korporatyvinio valdymo modelio kryptimi kinta korporatyvinis valdymas Europos Sąjungos valstybėse narėse. Taikant atvejo analizės, leksimetrikos metodus ir pasitelkus tarptautinius ekspertus įvertinta korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu nulemta korporatyvinio valdymo kaita valstybėse narėse, taip pat įvertintas šio reguliavimo poveikis valstybių narių kapitalo rinkoms, atsižvelgiant į valstybių narių teisės tradiciją, kapitalo rinkos dydį bei ekonominio ciklo laikotarpius.

**Disertacijos praktinis reikšmingumas.** Disertacijos rezultatų praktinę reikšmę nusako šie tyrimo rezultatai:

- Gauti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo rezultatai yra svarbūs modeliuojant tolesnes korporatyvinio valdymo politikos Europos Sąjungoje formavimo ir bendros Europos Sąjungos kapitalo rinkos kūrimo politiniame ir praktiniame lygmenyse perspektyvas.

- Sudarytas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis ir korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodika prisideda prie esamų korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos teorinių ir empirinių tyrimų praplėtimo ir gali būti naudojami kitų šalių korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikiui kapitalo rinkoms vertinti.

- Tyrimo rezultatai, atskleidžiantys, kad šalies teisės tradicija yra svarbus veiksnys, turintis įtakos korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikiui valstybių narių kapitalo rinkoms, gali būti naudingi šalių politikams formuojant nacionalines pozicijas dėl Europos Sąjungos lygmeniu korporatyvinio valdymo srityje priimamų teisės aktų ir priimant sprendimus dėl Europos Sąjungos teisės perkėlimo į nacionalinę teisę masto ir būdų.

- Korporatyvinio valdymo klausimus reguliuojančių Europos Sąjungos institucijų priimtų teisės aktų apibendrinimas gali būti naudingas nagrinėjant korporatyvinio valdymo klausimus teisiniais aspektais.

**Disertacijos struktūra ir apimtis.** Disertaciją sudaro įvadas, trys dalys, išvados ir rekomendacijos, literatūros šaltinių sąrašas, priedai, lentelių, paveikslų sąvadais ir pagrindinės darbo sąvokos. Disertacijos apimtis 202 puslapiai, joje pateikta 17 lentelių, 8 paveikslai, 15 priedų, panaudoti 403 literatūros šaltiniai.

Pirmojoje disertacijos dalyje yra nagrinėjami teoriniai disertacijoje iškelto problemos aspektai, išryškinantys jos tarpdisciplininį pobūdį ir tokiu būdu sudarantys prielaidas išspręsti

pirmąjį, antrąjį ir trečiąjį disertacijos uždavinius. Visų pirma analizuojama korporatyvinio valdymo ištakos ir samprata įvairių mokslų sandūroje ir atskleidžiamas teisės tradicijos vaidmuo formuojantis korporatyvinio valdymo modeliams Europos Sąjungoje (1.1 skyrius); taip pat nagrinėjama korporatyvinio valdymo reguliavimo politika Europos Sąjungoje: atskleidžiamas jos turinys, raida bei formavimo ypatumai (1.2 skyrius); galiausiai siekiant įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, atskleidžiami ir analizuojami pagrindiniai korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos aspektai (1.3 skyrius).

Antrojoje disertacijos dalyje, įgyvendinant ketvirtąjį disertacijos uždavinį, pateikiama korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinimo metodika. Pirmiausia pristatomas sudarytas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis (2.1 skyrius), jo pritaikymo korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikiui valstybių narių kapitalo rinkoms vertinti prielaidos, loginė struktūra (2.2 skyrius), keliamos tyrimo hipotezės ir pateikiama korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodika (2.3 skyrius), pristatomi ir pagrindžiami tyrimo metodai (2.4 skyrius), apibūdinami tyrimo rezultatų interpretavimo kriterijai ir metodologiniai apribojimai (2.5 skyrius).

Trečiojoje disertacijos dalyje, taikant parengtą metodiką, įvertinamas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikis korporatyviam valdymui ir kapitalo rinkoms valstybėse narėse, tikrinamos iškeltos hipotezės (3.1–3.5 skyriai), remiantis empirinio tyrimo rezultatais modeliuojamos tolesnės korporatyvinio valdymo politikos Europos Sąjungoje formavimo perspektyvos ir pateikiamos rekomendacijos (3.6 skyrius). Taip šioje dalyje įgyvendinami disertacijos penktasis ir šeštasis uždaviniai.

**Disertacijos rezultatų sklaida.** Darbo rezultatai buvo paskelbti Lietuvos mokslo tarybos patvirtinto sąrašo tarptautinėse duomenų bazėse referuojamuose leidiniuose:

1. Levišauskaitė, K., Ščerbina–Dalibagienė, S., Koncevičienė, I. (2012). The Influence of Corporate Governance Regulation on Capital Markets Performance: the EU Case // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai, Nr. 62, p. 41-52.

2. Levišauskaitė, K., Ščerbina–Dalibagienė, S. (2009). The Conception of Corporate Governance in the European Union // Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai, tomas 3, Nr. 2, p. 81-91.

3. Ščerbina–Dalibagienė, S. (2015, priimta). Corporate Governance Regulation, Law Tradition and Capital Markets: the EU Case // Eurasian Journal of Economics and Finance.

Darbo rezultatai taip pat buvo paskelbti ir kituose recenzuojamuose leidiniuose:

4. Levišauskaitė, K., Koncevičienė, I., Ščerbina–Dalibagienė, S. (2011). The Interaction of Corporate Governance and Capital Markets // Proceedings of International conference „New Socio-Economic Challenges of Development in Europe 2010“, Latvijos universitetas, p. 478-485.

5. Ščerbina–Dalibagienė, S. (2009). Korporatyvinio valdymo politika Europos Sąjungoje // Lietuvos aukštųjų mokyklų vadybos ir ekonomikos jaunųjų mokslininkų konferencijų darbai, Nr. 12, p. 193 – 199.

Darbo rezultatai pristatyti šiose tarptautinėse ir respublikinėse mokslinėse konferencijose:

1. The Influence of Corporate Governance regulation on Capital Markets Performance: the EU Case // Tarptautinė mokslinė konferencija „Management Horizons in Changing Economic Environment: Visions and Challenges“, European Management Association, Baltic Management Foundation, Vytauto Didžiojo universitetas, rugsėjo 22 – 23, 2011, Kaunas.

2. Etikos vaidmuo korporatyviniame valdyme // Tarptautinė mokslinė konferencija „Globalizacijos įtaka teisei: besikeičiantis teisininkų etikos vaidmuo“, Vytauto Didžiojo universitetas ir Lietuvos teisininkų draugijos Kauno skyrius, rugsėjo 30, 2011, Kaunas.

3. Corporate Governance: Do the Scientists and the Policymakers Look the Same Way? // Tarptautinė mokslinė konferencija „Young People in Science – 2011“, Baltarusijos nacionalinė mokslų akademija, Jaunųjų mokslininkų taryba, balandžio 25 – 29, 2011, Minskas.

4. The Interaction of Corporate Governance and Capital Markets // Tarptautinė mokslinė konferencija „New Socio–Economic Challenges of Development in Europe 2010“, Latvijos universitetas, spalio 7 – 9, 2010, Ryga.

5. The Conception of Corporate Governance in the European Union // Tarptautinė mokslinė konferencija „Management Horizons in Changing Economic Environment: Visions and Challenges“, European Management Association, Baltic Management Foundation, Vytauto Didžiojo universitetas, rugsėjo 24 – 26, 2009, Kaunas.

6. Korporatyvinio valdymo politika Europos Sąjungoje // Dvyliktoji respublikinė doktorantų ir magistrantų mokslinė konferencija „Lietuvos ūkio vystymas ES erdvėje: procesai ir tendencijos“, Vytauto Didžiojo universitetas, gegužės 9, 2009, Kaunas.

# **1. KORPORATYVINIO VALDYMO IR KAPITALO RINKŲ SĄVEIKOS TEORINĖS PRIELAIDOS**

Šioje disertacijos dalyje nagrinėjamos korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos teorinės prielaidos. Visų pirma analizuojama korporatyvinio valdymo instituto ištakos ir daugiaspektė samprata ir atskleidžiamas teisės tradicijų vaidmuo formuojantis korporatyvinio valdymo modeliams Europos Sąjungoje. Taip pat nagrinėjami korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu turinys ir ypatumai. Siekiant įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, šioje dalyje nustatomi ir analizuojami pagrindiniai korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos aspektai.

## **1.1. Korporatyvinis valdymas teisės ir ekonomikos mokslų sandūroje**

Korporatyvinis valdymas yra įvairių mokslo disciplinų, tokių kaip finansai, teisė, ekonomika ir vadyba, sandūroje, ir dėl šios tarpdiscipliniškos prigimties korporatyvinio valdymo tematika pasižymi nagrinėjamų klausimų įvairove. Atsižvelgiant į tai, šiame disertacijos skyriuje nagrinėjamos korporatyvinio valdymo instituto ištakos teisės ir ekonomikos mokslų sandūroje, taip pat, išanalizavus įvairias mokslinėje literatūroje pristatomas korporatyvinio valdymo sampratas, pateikiamas patikslintas korporatyvinio valdymo apibrėžimas, atskleidžiantis šio instituto tarpdiscipliniškumą ir pagrindžiantis korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveikos tyrimų tikslingumą. Kartu atskleidžiama pasaulyje egzistuojančių teisės tradicijų įtaka korporatyvinio valdymo raidos tendencijoms šalyse bei išgryninami pagrindiniai teisės tradicijų skirtumų suformuoti korporatyvinio valdymo modeliai.

### **1.1.1. Korporatyvinio valdymo instituto ištakos ir samprata**

Atsižvelgiant į korporatyvinio valdymo tarpdisciplininę prigimtį, šiame disertacijos skyriuje nagrinėjamos korporatyvinio valdymo instituto atsiradimo ištakos, kurios sudaro prielaidas nuosekliai gilinantis į mokslinėje literatūroje pateikiamas korporatyvinio valdymo sampratas išgryninti korporatyvinio valdymo apibrėžimą, atskleidžiantį šio instituto tarpdiscipliniškumą ir pagrindžiantį korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveikos tyrimų tikslingumą.

Korporatyvinio valdymo problematikos ištakos glūdi ekonominės veiklos vykdymo formos pasirinkime. R. Posner (2007) pažymi, kad ekonominė veikla gali būti vykdoma dviem

būdais: fiziniam asmeniui veikiant savarankiškai arba steigiant įmonę. Pirmuoju atveju verslininkas sudaro sutartis su įvairiais asmenimis tam, kad būtų atlikti atskiri ekonominės veiklos veiksmai, pavyzdžiui, žaliavų gamybai tiekimas, konkretaus produkto gaminimas, jo pardavimas ir pan. Ši ekonominės veiklos vykdymo forma priklauso tradicinei sutarčių teisės sričiai, nes verslininkas derasi su kiekvienu partneriu atskirai ir sudaro su jais suderėtas sąlygas įtvirtinančias sutartis. Antruoju atveju, tai yra ekonominę veiklą vykdant įsteigus įmonę, verslininkas samdo fizinius asmenis, kaip darbuotojus, kad šie jo vadovaujami atliktų pirmiau minėtus ekonominės veiklos veiksmus. Verslininkas šiems asmenims nustato atlyginimą, kuris yra kaina ne už konkrečios ekonominės veiklos atlikimą, o už teisę vadovauti šiam atlikimui.

Kiekvienas iš šių ekonominės veiklos vykdymo būdų turi savo sąnaudas. Vykdamas ekonominę veiklą sutarčių pagrindu, tai yra nusteigiant įmonės, susiduriama su operacijų sąnaudų problema. Ekonominės veiklos vykdymas per įsteigtą įmonę kelia kontrolės praradimo problemą, kuri taip pat sukelia sąnaudų verslininkui, susidarančių siekiant, kad nusamdytas asmuo, kitaip vadinamas atstovu, tinkamai atliktų savo funkcijas. Šios sąnaudos yra vadinamos atstovavimo sąnaudomis. R. Coase (1937), pasitelkdamas sandorių sąnaudas, pažymi, kad ekonominė veikla vykdoma per įmones tuomet, kai sandorių sąnaudos, atsirandančios dėl produkcijos koordinavimo rinkoje, yra didesnės negu vykdamas ekonominę veiklą per įmonę.

Kaip pažymi R. Posner (2007), nors ir egzistuoja didelė įmonių teisinių formų įvairovė, pagrindinė teisinė forma ekonominei veiklai vykdyti yra bendrovė (angl. *corporation*). Ši įmonės teisinė forma dėl savo savybių, tokių kaip atskiras subjektiškumas, ribota atsakomybė, veiklos tęstinumas, padeda išspręsti problemas, susijusias su verslui vykdyti reikalingo kapitalo kiekio sukaukimu, o bendrovės kapitalo suskaidymas į akcijas sudaro prielaidas pasyviai investavimui ir leidžia atsisakyti savo investicijų greitai ir pigiai. A. Berle ir G. Means (1932) tokią bendrovės struktūrą, kur bendrovės turtas nuosavybės teise priklauso pačiai bendrovei, kaip juridiniam asmeniui, o akcininkai turi nuosavybės teisę į bendrovės akcijas ir renka bendrovės vadovus, kurie vykdo ir kontroliuoja bendrovės veiklą, įvardija kaip modernią.

Moderniai bendrovei būdingas nuosavybės ir kontrolės atskirumas lemia bendrovės savininkų (atstovaujamųjų), tai yra akcininkų, ir bendrovės vadovų (atstovų) interesų ir tikslų nesutapimą. Bendrovės kontrolė priklauso vadovams, kurie turi verslo patirties ir duoda nurodymus išteklius perkantiems, įmonės produkciją gaminantiems ir parduodantiems darbuotojams. Bendrovės nuosavybė priklauso akcininkams, tačiau, kaip pažymi L. Morel (2006), pritardamas A. Berle ir G. Means (1932), nors tipiškas atvirojo tipo bendrovės akcininkas ir yra bendrovės nuosavybės vertybinių popierių savininkas, jis nenusimano apie bendrovės veiklą ir neturi ketinimų dalyvauti jos valdyme, išskyrus atvejus, kai jam priklauso didžioji bendrovės akcijų dalis. Kaip pasyvusis investuotojas, jis turi atsitiktinį ir dažnai laikiną

santyki su bendrove. Jo interesai, panašiai kaip kreditorių, yra daugiau finansiniai, o ne susiję su valdymu. Akcininkų ir vadovų interesų nesutapimas kelia problemą, kuri yra įvardijama kaip atstovavimo problema.

Atstovavimo santykius M. Jensen ir W. Meckling (1976) apibūdina kaip „sutartį, pagal kurią vienas ar daugiau asmenų (atstovaujantieji) įgalioja kitą asmenį (atstovą) atlikti tam tikrus veiksmus jų vardu, ir tai apima tam tikrų sprendimo priėmimo galių suteikimą atstovui“. Jei bendrovės vadovas yra vienintelis bendrovės akcijų savininkas, tuomet bendrovės nuosavybė ir kontrolė nėra viena nuo kitos atskirtos ir nekyla prielaidų egzistuoti atstovavimo problemai tarp bendrovės savininko ir vadovo. Atstovaujamas ir atstovas turi savo interesų ir motyvų, taip pat savo rizikos prisiėmimo laipsnį, ir abu yra linkę maksimizuoti savo asmeninius interesus. Sprendimus bendrovėje inicijuojantys ir įgyvendinantys vadovai nėra galutiniai rizikos turėtojai ir todėl neprisiima didžiosios turtinių padarinių dalies, kylančios dėl jų sprendimų. Nesant veiksmingų kontrolės procedūrų, tokie sprendimų vadovai yra linkę imtis veiksmų, kurie neatitinka galutinių rizikos turėtojų interesų (Fama ir Jensen, 1983).

Nė vienas individualus akcininkas neturi stimulo skirti laiko ir finansinių išteklių vadovų veiklos priežiūrai, nes šių pastangų rezultatas didžiąja dalimi atitektų kitiems akcininkams. Net jei priežiūros sąnaudos būtų mažos ir nauda akcininkui būtų didesnė už patirtas sąnaudas, kiekvienas akcininkas vis dėlto vilsis, kad šį darbą atliks kitas akcininkas (Posner, 2007). Bendrovių teisė, reguliuodama teises, kurių akcininkas, tikėtina, reikalautų, iš kurių svarbiausios yra teisė balsuoti priklausomai nuo jo turimo akcijų kiekio dėl bendrovės valdymo organų narių paskyrimo bei atleidimo ir atlyginimo nustatymo, sumažina bendrovės valdymo organų priežiūros sąnaudas. Nors akcininkų ir vadovų santykio teisinis reguliavimas yra ypač svarbus, vis dėlto neturėtų būti paneigta ir kitokių kontrolės mechanizmų svarba. Atsižvelgiant į tai, atstovavimo problemos nulemtoms neigiamoms pasekmėms sumažinti yra naudojami įvairūs kontrolės mechanizmai, pateikti disertacijos 1 priede. Padedant šiems kontrolės mechanizmams akcininkai siekia priversti bendrovės vadovus veikti jų naudai, ir jie apibrėžia korporatyvinio valdymo turinį (Charitou ir Christodoulos, 2014).

Nors į korporatyvinio valdymo turinį patenkantys klausimai mokslinėje literatūroje nagrinėjami jau seniai, tačiau pati korporatyvinio valdymo sąvoka sujungiant žodžius „korporatyvinis“ ir „valdymas“ atsirado tik 1977 metais (Frentrop, 2002). Minėtina, kad nors rinkai įgavus pasaulinį mastą ir buvo ypač susidomėta korporatyviniu valdymu, tačiau dėl bendro visuotinai pripažinto korporatyvinio valdymo apibrėžimo iki šiol nėra susitarta nei tarptautiniuose dokumentuose, nei mokslinėje literatūroje. Galima pritarti M. O'Sullivan (2003) nuomonei, kad dauguma autorių, apibrėždami korporatyvinio valdymo sąvoką, apsiriboja

aprašomuoju šios sąvokos apibrėžimu ir pažymi, kad korporatyvinis valdymas apima klausimus, kaip bendrovės turi būti valdomos.

Pažymėtina, kad korporatyviniam valdymui būnant įvairių mokslų sandūroje, korporatyvinio valdymo sąvoka mokslinėje literatūroje apibrėžiama labai įvairiais aspektais ir varijuoja nuo siauro šio instituto paskirties įvardijimo iki plačios, gausų įvairių aspektų kiekį apimančios apibrėžties pateikimo. A. Shleifer ir R. Vishny (1997) pateikiamas korporatyvinio valdymo kaip būdo, kuriuo finansavimo bendrovėms teikėjai užsitikrina savo investicijų grąžą, apibrėžimas gali būti laikomas siaurojo apibrėžimo pavyzdžiu. Korporatyvinio valdymo sąvoką siedami su bendrovių finansavimo į jas investuojant būdu, autoriai pažymi, kad investuotojai gali sumažinti galimybę būti apgauti prižiūrint ir baudžiant bendrovės valdymo organus, o pastarieji gali taikyti įvairius įsipareigojimo mechanizmus, siekdami įveikti investuotojų susirūpinimą. Panašų korporatyvinio valdymo suvokimą pateikia ir G. Owen, T. Kirchmaier, J. Grant (2005) – jie teigia, kad korporatyvinis valdymas gali būti apibrėžtas kaip rinkinys kontrolės mechanizmų ir institutų, apsaugančių kapitalo bendrovei teikėjus, ypač akcinio kapitalo teikėjus akcininkus, kurie turi tik likutinę apsaugą po to, kai visų kitų reikalavimai yra patenkinami. Galima minėti, kad šie autoriai pateikdami savo apibrėžimus apsiriboja požiūriu į korporatyvinį valdymą tik finansiniu aspektu, tai yra per investuotojų finansinių interesų apsaugos (savo investicijų grąžos užsitikrinimo) prizmę. Panašių pastebėjimų pateikia ir H. Mathiesen (2002) - pažymi, kad apibrėžiant korporatyvinį valdymą dažnai apsiribojama tik klausimu, kaip pagerinti finansinius bendrovių veiklos rodiklius.

Visgi, minėtina, kad investuotojų finansinių interesų apsaugos formos, o kartu ir korporatyvinio valdymo turinys skiriasi priklausomai nuo to, išskaidyta ar koncentruota yra bendrovės nuosavybės struktūra. Esant koncentruotai bendrovės nuosavybės struktūrai, kai bendrovėje yra vienas ar keli kontroliuojantieji akcininkai, korporatyvinis valdymas apima papildomą dimensiją – smulkiuosius akcininkus, kuri nėra tokia reikšminga, kai nuosavybė bendrovėje yra išskaidyta (Charitou ir Christodoulos, 2014). Tokiu atveju konfliktas kyla ne tarp bejėgių akcininkų ir galingų bendrovės vadovų, bet tarp galingų kontroliuojančiųjų akcininkų ir bendrovės vadovų - vienos šalies - ir bejėgių smulkiųjų akcininkų - kitos šalies. Tai leidžia teigti, kad korporatyvinio valdymo sprendžiama atstovavimo problema apima ne tik vadovų ir akcininkų tarpusavio santykių klausimus, bet ir smulkiųjų akcininkų apsaugos klausimus.

Kita autorių dalis pažymi, kad korporatyvinis valdymas yra dar platesnė sąvoka. N. Maw ir M. Craig-Cooper (1994) teigia, kad korporatyvinis valdymas nėra aiški sąvoka, ir kai kurie autoriai per siaurai jį supranta, traktuodami korporatyvinį valdymą kaip išgalvotą sąvoką būdai, kuriuo bendrovės vadovai ir auditoriai įgyvendina savo pareigas akcininkams, įvardinti arba kaip akcininkų demokratijos sinonimą. Korporatyvinis valdymas turėtų būti traktuojamas kaip

dalykas, objektas ar kaip režimas, kurio turi būti laikomasi ne tik akcininkų, bet ir darbuotojų, kreditorių, vartotojų labai ir, svarbiausia, siekiant visos tautos ir jos ekonomikos reputacijos bei gerovės. Panašią nuomonę pateikia R. Aguilera ir G. Jackson (2003) - jie teigia, kad yra kreipiama mažai dėmesio į tai, jog korporatyvinis valdymas yra daugiau negu tik santykiai tarp akcininkų ir bendrovės vadovų. Suinteresuoti asmenys, tokie kaip darbuotojai, visuomenė ir valstybė, taip pat yra reikšmingi korporatyvinio valdymo dalyviai. Šie autoriai apibrėžia, kad korporatyvinis valdymas yra santykiai tarp minėtų suinteresuotų asmenų sprendimų priėmimo ir bendrovės išteklių kontrolės procese.

Kai kurie autoriai korporatyvinį valdymą analizuoja ne per dalyvius, kurie yra korporatyvinio valdymo apimamų santykių šalys, o per korporatyvinio valdymo apimamų klausimų turinį, skirstydami jo turinį į vidinius ir išorinius mechanizmus. S. Rehman ir F. Perry (2004) nurodo, kad korporatyvinio valdymo sistemą sudaro bendrovės vidiniai ir išoriniai mechanizmai ir procesai, kurie kuriami pagal politines, ekonomines, teisines ir socialines charakteristikas bei visuomenės vertybes. Vidinius mechanizmus sudaro bendrovės nuosavybės struktūra, tikslai, vidinių sprendimų priėmimo proceso prigimtis, akcininkų ir kitų suinteresuotų asmenų vaidmuo, finansavimo šaltiniai, stebėseną, atskaitingumo reikalavimai ir vadovų skatinimo sistema. Išoriniams mechanizmom priskiriami politiniai – instituciniai veiksniai, tokie kaip galių pasiskirstymas ir sprendimų priėmimo proceso prigimtis, taip pat ekonominės ir tam tikra apimtimi socialinės struktūros, ypač produkto, paslaugų, kapitalo ir darbo rinkos konkurencingumo bei lankstumo laipsnis ir socialinio saugumo apimtis. Kaip papildomą veiksnį prie išorinių mechanizmų autoriai priskiria teisinę ir verslo reguliavimo aplinką šalyje. Panašiai korporatyvinio valdymo mechanizmus į vidinius ir išorinius klasifikuoja D. Denis ir J. McConnell (2003) - vidiniams mechanizmom jie priskiria bendrovės valdymo organus ir bendrovės nuosavybės struktūrą, o išoriniams mechanizmom – bendrovių kontrolės išorinę rinką (bendrovių perėmimo rinką) ir teisinę reguliavimo aplinką.

Pažymėtinas yra S. Claessens (2003) požiūris į korporatyvinio valdymo sampratą įvairovę. Pripažindamas, kad korporatyvinio valdymo apibrėžimai yra labai skirtingi, šis autorius skirsto juos į dvi kategorijas. Pirmoji korporatyvinio valdymo apibrėžimų kategorija apima funkcionavimo būdus, tai yra tikrąjį bendrovių funkcionavimą, matuojamą veiklos rezultatais, efektyvumu, augimu, finansų struktūra, taip pat santykiais su akcininkais ir kitais susijusiais asmenimis. Antroji apibrėžimų kategorija apima normatyvinę struktūrą, tai yra taisykles, kilusias iš teisės ir teisminės sistemos, finansų rinkų ir darbo rinkos, kurių pagrindu bendrovės veikia. Autorius taip pat pažymi, kad atskirų šalių analizei ar bendrovių analizei vienoje šalyje tinkamesni yra pirmosios kategorijos korporatyvinio valdymo apibrėžimai, nes jie turi omenyje direktorių valdybos veiklą, vykdomųjų vadovų atlyginimo nustatymo klausimus ir

pan. Lyginamiesiems tyrimams tinkamesni yra antrosios kategorijos korporatyvinio valdymo apibrėžimai, nes analizuoja, kaip reguliavimo šalyje sistema veikia bendrovių, investuotojų ir kitų asmenų elgseną. Atsižvelgiant į šioje disertacijoje iškeltą tikslą įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, galima teigti, kad korporatyvinio valdymo apibrėžimai, apimantys normatyvinę struktūrą ir sudarantys prielaidas šalių lyginamiesiems tyrimams, yra tinkamesni šios disertacijos tyrimo kontekste.

Išanalizavus korporatyvinio valdymo instituto ištakas ir apžvelgus mokslinėje literatūroje pateiktas pagrindines korporatyvinio valdymo sampratas, galima apibendrinti, kad korporatyvinio valdymo ištakas sudaro santykiai tarp akcininkų ir bendrovės vadovų, grindžiami akcininkų siekiu išspręsti atstovavimo problemą ir užtikrinti savo investicijų grąžą. Esant koncentruotai bendrovės nuosavybės struktūrai korporatyvinio valdymo turinys pasipildo dar vienu elementu – santykiais tarp smulkiųjų akcininkų ir bendrovės valdymo organų kartu su kontroliuojančiaisiais akcininkais. Gilinantis į korporatyvinio valdymo esmę, suvokiama, kad kiti suinteresuoti asmenys, tokie kaip vartotojai, darbuotojai ir apskritai visuomenė ir valstybė, yra reikšmingi korporatyvinio valdymo dalyviai. Kartu pažymėtina, kad bendrovės veikia tam tikroje aplinkoje, todėl šalies teisinė, politinė, ekonominė ir socialinė aplinka yra taip pat neatsiejama korporatyvinio valdymo dalis. Tai leidžia šioje disertacijoje *korporatyvinį valdymą apibrėžti kaip visumą santykių tarp bendrovės akcininkų ir vadovų, o esant koncentruotai nuosavybei bendrovėje, tarp smulkiųjų akcininkų ir bendrovės valdymo organų kartu su kontroliuojančiaisiais akcininkais, kai šiais santykiais siekiama išspręsti atstovavimo problemą ir užtikrinti akcininkų investicijų grąžą ir kai jie egzistuoja tam tikroje teisinėje, politinėje, ekonominėje ir socialinėje aplinkoje.*

### **1.1.2. Teisės tradicijos vaidmuo korporatyvinio valdymo modelių formavimesi**

Pasaulyje egzistuoja įvairių korporatyvinio valdymo sistemų, kurių skirtumai yra nulemti istorinių, politinių, teisinių ir kitų aplinkybių. Net ir tarp išsivysčiusių ekonomikų egzistuoja reikšmingų korporatyvinio valdymo sistemų skirtumų. Pastaroji teisės ir finansų literatūra teisės tradicijų įtaką pripažįsta kaip vieną reikšmingiausių argumentų korporatyvinio valdymo sistemų skirtumams šalyse pagrįsti.

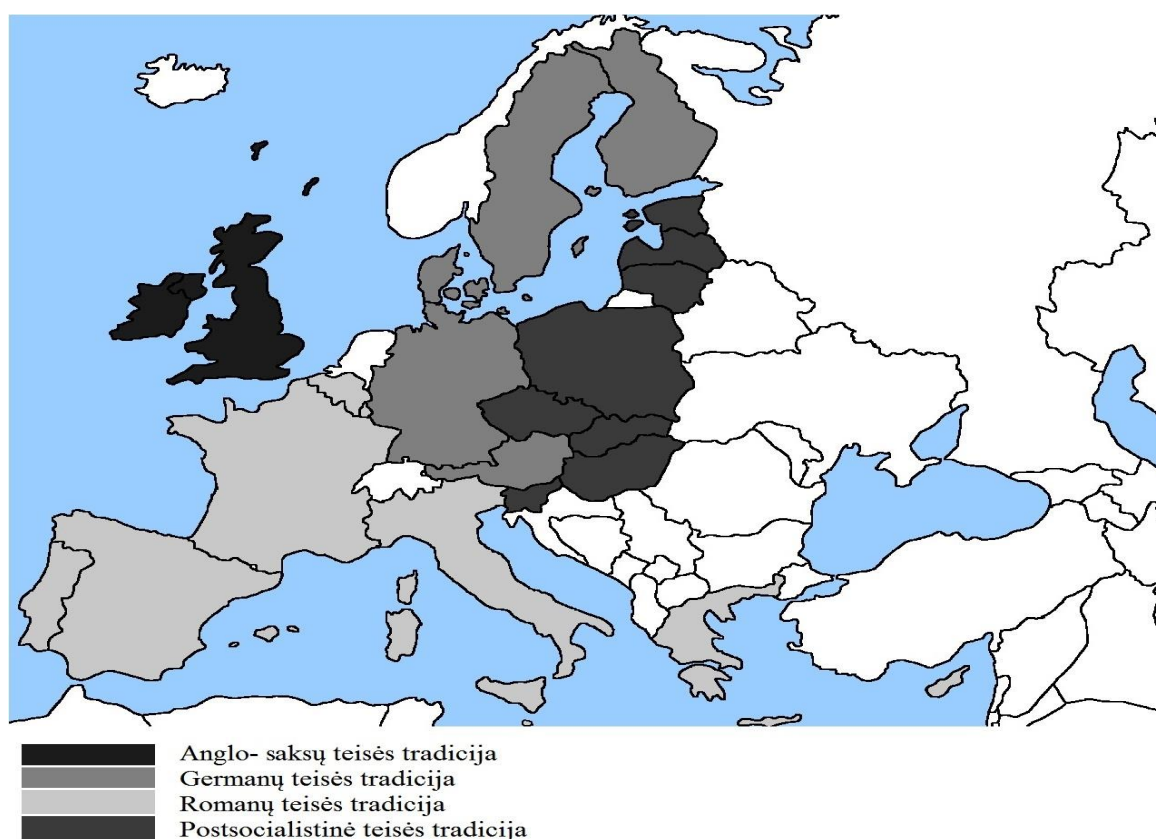
Teisės tradicija kaip daugiasluoksnis reiškinys veikia ir atsispindi kiekvienos šalies teisės sistemoje. R. French (1989) ją įvardija ne kaip apibrėžiančią konkrečius įstatymus, bet kaip teisės filosofiją. Teisės tradicija, apimdama daug skirtingų nacionalinės teisės sistemų, yra istoriškai susiklosčiusioje aplinkoje kilusi nuosekli konfliktų visuomenėje sprendimo filosofija. R. La Porta ir kt. (2008) naudoja teisės kilmės koncepciją, kurią įvardina kaip ekonominio gyvenimo, o kartu ir kitų gyvenimo aspektų socialinės kontrolės stilių.

Lyginamosios teisėkūros specialistai, priklausomai nuo vertinimo kriterijų, randa daugybę įvairių teisės tradicijų klasifikacijų. M. Glendon ir kt. (1994) išskiria šiuos pagrindinius kriterijus, apibrėžiančius atskiras teisės tradicijas: teisės sistemos istorinės ištakos ir raida, teisės šaltinių teorijos ir hierarchija, teisininkų darbo metodologija teisės sistemoje, teisės sistemoje vartojamų teisinių sąvokų charakteristikos, teisės sistemos teisės institutai ir šakų klasifikacija, būdinga tam tikrai teisės tradicijai. K. Zweigert ir H. Kotz (2001) nurodo šiuos teisės tradicijas lemiančius veiksnius: pirma, istorinė raida, kaip akivaizdžiausias iš teisės tradicijas lemiančių veiksnių, antra, specifinis teisinis mąstymas, trečia, tam tikri specifiniai teisės institutai, ketvirta, teisės šaltinių pobūdis ir jų aiškinimo metodas kartu su teismų organizacijos ir teismo proceso savitumais ir, penkta, ideologija, kaip religijos ir politinės idėjos paveiktas mąstymas apie teisingą socialinio ir ekonominio gyvenimo santvarką. Atsižvelgiant į teisės tradicijų skirstymą lemiančių veiksnių įvairovę, yra pateikiamos skirtingos teisės tradicijų klasifikacijos. K. Zweigert ir H. Kotz (2001) teisės tradicijas klasifikuoja į romanų, germanų, šiaurės šalių, socialistinės teisės ir bendrosios teisės tradicijas. M. Glendon ir kt. (1994) pateikia angloamerikiečių bendrosios teisės, romanų–germanų civilinės teisės ir socialistinės teisės tradicijas.

Taigi, minėtina, kad visuotinai yra sutariama dėl bendrosios (kitai vadinamos anglosaksų, angloamerikiečių) ir civilinės (kitai vadinamos romanų–germanų, kontinentinės Europos) teisės tradicijų išskyrimo, kaip atstovaujančių Vakarų teisės tradicijoms, tačiau kartu išskiriamos ir kitos, tokios kaip valstybės santvarka (pvz., socialistinės teisės tradicija) ar religija (pvz., islamo, žydų ar induistinė teisės tradicijos) grįstos teisės tradicijos (Glenn, 2004). La Porta ir kt. (1998) pažymi, kad religija grįstos teisės tradicijos yra mažiau reikšmingos lyginamajai šalių investuotojų apsaugos ir korporatyvinio valdymo klausimais analizei.

Europos Sąjungoje yra išplitusios bendrosios ir civilinės teisės tradicijos. Civilinės teisės tradicija išplitusi kontinentinės Europos šalyse, o bendrosios teisės tradicija įsitvirtinusi Jungtinėje Karalystėje ir Airijoje. R. La Porta ir kt. (1997) civilinės teisės tradiciją dar išskirsto į tris pogrupius: skandinavų civilinės teisės tradicija (pvz.: Švedija, Danija, Norvegija), vokiečių civilinės teisės tradicija (pvz.: Vokietija, Austrija) ir prancūzų civilinės teisės tradicija (pvz.: Prancūzija, Ispanija, Portugalija). Prancūzų civilinės teisės tradicija kildinama iš Prancūzijos revoliucijos ir Napoleono kodekso, kai buvo siekta naudojantis valstybės galiomis pakeisti nuosavybės teises ir užsitikrinti teismų nesikišimą į šį procesą (Mahoney, 2001). Vokiečių civilinės teisės tradicija turėdama romėnų teisės šaknis paprastai kildinama iš 1897 metais Bismarkui suvienijus Vokietiją priimto Vokietijos komercinio kodekso. Ji pasižymi panašiais į prancūzų civilinės teisės tradiciją bruožais, tačiau suteikia daugiau reikšmės teismų sprendimams. Skandinavų teisės tradicija yra kilusi iš romėnų teisės, bet nuo 18 amžiaus

civiliniai kodeksai nebuvo naudojami, todėl skandinavų teisė įgijo ir anglosaksų teisės tradicijos bruožų. Vis dėlto skandinavų teisė kilo iš civilinės teisės tradicijos ir investuotojų apsaugos priemonės yra labai panašios į būdingas germanų civilinės teisės tradicijai (La Porta ir kt., 1997). Rytų ir Centrinės Europos šalyse, žlugus Sovietų sąjungai, socialistinė teisės tradicija keitėsi į prancūzų arba vokiečių civilinės teisės tradicijas, egzistavusias iki Sovietų sąjungos įkūrimo (La Porta ir kt., 2008), tačiau vis tiek išlieka teisinio gyvenimo skirtumų tarp Rytų ir Vakarų, nors tai yra daugiau teisinės kultūros ir teisinio stiliaus, o ne substantyvinės teisės dalykai (Manko, 2005). Teisės tradicijų Europos Sąjungoje žemėlapis pateiktas 2 paveiksle.



Sudaryta autorės

2 pav. Teisės tradicijų Europos Sąjungoje žemėlapis

Pagrindinis teisės šaltinis anglosaksų teisės tradicijoje yra individualiosiose bylose teismų priimti sprendimai, o ne kodifikuotas taisyklių rinkinys. Tam tikroje byloje priimtas teismo sprendimas yra privalomas visiems kitiems žemesniųjų teismų sprendimams ir turi įstatymo galią. Civilinės teisės tradicijai būdingas požiūris, kad bet kokiai problemų kategorijai spręsti egzistuoja baigtinis taisyklių rinkinys, kuris taikant jį konkrečiai tos kategorijos problemai pateiks problemos sprendimą. Svarbiausias skirtumas tarp anglosaksų ir civilinės teisės tradicijų yra tai, kad pastarojoje teismų sprendimai nėra pripažįstami teisės norma, o anglosaksų teisės

tradicijoje teismų sprendimai turi dvejopą reikšmę: teisės normos taikymo (kaip ir civilinės teisės tradicijoje) ir teisės normos nustatymo. Civilinės teisės tradicijoje teismai yra tik teisės taikymo, o ne kartu ir teisėkūros subjektai, kaip yra anglosaksų teisės tradicijoje. R. French (1989) teigia, kad anglosaksų teisės tradicijos skirtumas nuo civilinės teisės tradicijos yra tikėjimas, kad tiesa atskleidžiama per indukciją, o ne dedukciją, ir šis esminis skirtumas civilinę teisę leidžia apibrėžti kaip didelę ekspertų sistemą, o anglosaksų teisę sieti su dirbtinio intelekto idėja. R. La Porta ir kt. (2008) pažymi, kad anglosaksų teisės šalys į reguliavimo iššūkius atsako draugiškesniais rinkai sprendimais, o civilinės teisės šalys į problemų sprendimą linkusios įtraukti valstybę. Šie autoriai išskiria tris pagrindinius anglosaksų ir civilinės teisės tradicijų skirtumus. Pirma, teismų nepriklausomumas anglosaksų teisės tradicijoje lėmė didesnę pagarbą privačiai nuosavybei nei civilinės teisės tradicijos šalyse. Antra, privačių ginčų teismo sprendimo pabrėžimas anglosaksų teisėje pažymi privačių tarpusavio susitarimų, o ne valstybinio reguliavimo svarbą. Trečia, dėl teismų sprendimų pripažinimo teisės šaltiniu anglosaksų teisė greičiau prisitaiko prie besikeičiančių aplinkybių negu civilinė teisė, kur pasikeitus aplinkybėms reikia priimti naują teisės aktą.

Pristatant vyraujančių teisės tradicijų įvairovę pasaulyje, reikšminga pažymėti, kad vykstant globalizacijai teisės tradicijos konverguoja. Civilinės teisės šalys pradeda pripažinti teismų sprendimus teisės šaltiniu, o anglosaksų teisės šalyse vis daugiau socialinių ir ekonominių sričių yra reguliuojamos teisės aktais. Vis dėlto esminiai teisės tradicijų skirtumai šalyse išlieka.

Pastarieji moksliniai tyrimai rodo, kad šalių finansinis vystymasis gali būti atsektas iki jų teisinių ištakų ir teisės tradicijų skirtumai yra vienas svarbiausių veiksnių aiškinant finansų sistemų skirtumus (pvz.: Gugler ir kt., 2003, 2004; Beck ir Levine, 2003; La Porta ir kt., 1997). Finansų sistemos suteikia skirtingą kreditorių ir akcininkų apsaugos lygį priklausomai nuo egzistuojančių teisės normų kilmės. Tradiciškai įprasta šalių finansų sistemas skirstyti pagal tai, ar rinkai ar bankams jos yra pagrįstos, tačiau R. La Porta ir kt. (1998) teigia, kad šalių skirstymas pagal nacionalinių teisės sistemų veiksmingumą užtikrinant finansinių operacijų atlikimą yra tinkamesnis negu šalių skirstymas pagal tai, ar bankams ar rinkai grįsta yra jų finansų sistema. Kaip pažymi T. Beck ir R. Levine (2003), šalyse, kuriose teisės sistema užtikrina privačios nuosavybės teisių įgyvendinimą, remia privačius susitarimus ir apsaugo investuotojų teises, taupytojai noriau finansuoja įmones ir finansų rinkas.

Skirtingos teisės tradicijos, kurios kilo Europoje ankstesniaisiais amžiais ir užkariavimų, kolonizacijų ir kopijavimo būdu paplito po visą pasaulį, padeda paaiškinti šalių tarpusavio skirtumus investuotojų apsaugos, sutarčių aplinkos ir finansų sektoriaus plėtros srityse (Beck ir Levine, 2003). Anglosaksų teisės šalys labiausiai apsaugo kreditorius bei akcininkus, prancūzų

civilinės teisės šalys – mažiausiai, o vokiečių ir skandinavų – vidutiniškai. Civilinės teisės, ir ypač prancūzų civilinės teisės šalys turi tiek silpniausią investuotojų apsaugą, tiek mažiausiai išvystytas kapitalo rinkas, ypač palyginti su anglosaksų teisės šalimis (La Porta ir kt., 1997). S. Djankov ir kt. (2008) taip pat patvirtino, kad anglosaksų teisės šalyse investuotojų apsauga yra geresnė negu prancūzų civilinės teisės šalyse.

K. Gugler ir kt. (2003, 2004, 2007) ir D. Mueller (2006) tyrimai patvirtino, kad teisės kilmė turi įtakos bendrovės nuosavybės struktūrai ir įmonės vertei, tačiau D. Mueller (2006) tyrimas taip pat parodė, kad vis dėlto teisės kilmė nėra pakankamas paaiškinimas, kodėl savo vertybiniais popieriais reguliuojamosiose rinkose prekiaujančios bendrovės vienose šalyse rodo geresnius veiklos rezultatus negu kitose, todėl yra reikalingas dar ir kitas paaiškinimas. R. La Porta ir kt. tyrimų rezultatais taip pat suabejojo ir D. Berkowitz ir kt. (2003) – jie pabrėžė būdo, kaip teisės sistema susiformavo šalyje, svarbą. Šalims, kurios priėmė teisės sistemą apgalvotais sprendimais ir buvo gerai susipažinusios su jos taikymu iš anksto, sekasi geriau negu šalims, kurioms teisės tradicijos buvo primestos iš šalies, todėl yra svarbu įvertinti „šalies galimybę suteikti prasmę primestai teisei“. M. Siems (2007), C. Milhaupt ir K. Pistor (2008) ir K. Pistor (2005) taip pat išreiškė abejonių dėl teisės tradicijoms suteikiamos paaiškinamosios vertės ir siūlo nagrinėti konkrečius specifinius reiškinius, kurie skiriasi tarp teisės sistemų.

Pripažinus, kad teisės tradicijos formuoja konkrečias investuotojų teises ir apsaugą palaikant ryšius su bendrove bei apibrėžia teisės taikymo užtikrinimo mechanizmus, teisės tradicija tampa vienu svarbiausių veiksnių, turinčių įtakos korporatyvinio valdymo turiniui ir jo raidai kiekvienoje šalyje. Atsižvelgiant į tai, mokslinėje literatūroje išskiriami įvairūs korporatyvinio valdymo modeliai, kaip teoriniai korporatyvinio valdymo sistemų pavyzdžiai. Įvairūs autoriai pateikia įvairių šių modelių klasifikacijų, tačiau Europos Sąjungoje, atsižvelgiant į joje vyraujančias teisės tradicijas, paprastai skiriami du korporatyvinio valdymo modeliai: tai yra anglosaksų (arba bendrosios teisės) ir civilinės teisės (arba kontinentinis), kurių svarbiausi apibūdinamieji požymiai yra pateikti 1 lentelėje.

Korporatyvinio valdymo modeliai, kaip teoriniai skirtingas teisės tradicijas atspindinčių korporatyvinio valdymo sistemų pavyzdžiai, apibrėžti tokiais požymiais kaip bendrovės vadovų tikslai, interesų konfliktas, investuotojų apsauga, atskaitomybė ir skaidrumas, bendrovių valdymo struktūra, darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme, rinka bendrovių kontrolei perimti, vadovų atlyginimas, nuosavybės struktūra, reguliavimo pobūdis, leidžia nubrėžti gaires šalių korporatyvinio valdymo sistemų esminių principų suvokimui ir jų palyginimui. Pažymėtina, kad nėra įmanoma paprasčiausiai pasirinkti konkretų korporatyvinio valdymo modelį ir jį taikyti tam tikroje šalyje. Korporatyvinio valdymo sistema kiekvienoje šalyje vystosi dinamiškai, atsižvelgiant į šalies specifinius bruožus ir aplinkybes. Vykstant kapitalo rinkų

## Pagrindiniai korporatyvinio valdymo modeliai Europos Sąjungoje ir jų požymiai

Požymiai	KORPORATYVINIO VALDYMO MODELIAI	
	Anglosaksų	Civilinės teisės
<b>Bendrovės vadovų tikslai</b>	Akcininkų vertybinių popierių vertės maksimizavimas (akcininkų teorija).	Visų suinteresuotų asmenų gerovės suderinimas (suinteresuotų asmenų teorija).
<b>Interesų konfliktas</b>	Pagrindinis konfliktas – tarp akcininkų ir bendrovės vadovų.	Pagrindinis konfliktas – tarp smulkiųjų ir stambiųjų akcininkų.
<b>Akcininkų apsauga</b>	Stipresnė teisinė akcininkų apsauga negu civilinės teisės modelio šalyse.	Silpnesnė teisinė akcininkų (smulkiųjų) apsauga negu anglosaksų modelio šalyse, tačiau stipri kreditorių apsauga.
<b>Atskaitomybė ir skaidrumas</b>	Aukštesni atskaitomybės, informacijos atskleidimo ir skaidrumo reikalavimai negu civilinės teisės modelio šalyse.	Žemesni atskaitomybės, informacijos atskleidimo ir skaidrumo reikalavimai negu anglosaksų modelio šalyse.
<b>Rinka bendrovių kontrolės perėmimui</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Netiesioginė rinkos kontrolė bendrovių atžvilgiu.</li> <li>- Aktyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiesioginė bankų kontrolė per nuosavybės vertybinius popierius.</li> <li>- Beveik nevyksta bendrovių perėmimo sandorių; leidžiami bendrovių perėmimą ribojantys mechanizmai.</li> </ul>
<b>Valdymo struktūra</b>	Vienpakopė valdymo struktūra, t. y. vienas bendrovės valdymo organas sudarytas iš vidinių bendrovės direktorių ir nepriklausomų išorės direktorių.	Dvipakopė valdymo struktūra, t. y. du organai, iš kurių vienas atlieka bendrovės valdymo funkciją, o kitas – bendrovės valdymo priežiūros funkciją.
<b>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme</b>	Darbuotojų dalyvavimo bendrovių valdyme nėra.	Tam tikrais atvejais privalomas darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme.
<b>Vadovų atlyginimas</b>	Vadovų atlyginimas grindžiamas bendrovės akcijų rinkos verte; paprastai aukštesni negu civilinės teisės modelio šalyse.	Vadovų atlyginimas yra fiksuotas, kartu nustatoma premijų galimybė priklausomai nuo bendrovės veiklos rezultatų; paprastai žemesnis negu anglosaksų modelio šalyse.
<b>Nuosavybės struktūra</b>	Bendrovių nuosavybė išskaidyta, kai bendrovės akcijos priklauso dideliame akcininkų skaičiui.	Bendrovių nuosavybė koncentruota; vyrauja piramidės ir kontroliuojančiosios nuosavybės struktūros; bendrovės kontroliuojamos vidinių asmenų.
<b>Reguliavimo pobūdis</b>	Būdinga negriežtoji teisė.	Būdinga griežtoji teisė.

Šaltinis: Sudaryta autorės pagal Garcia, 2008; Baran, 2008; Aguilera ir Jackson, 2003; Thorburn, 2004; Mazullo, 2004; La Porta ir kt., 1998, 2000; Monks ir Minow, 1995; Franks ir Mayer, 2001; Rajan ir Zingales, 2001; Bradley ir kt., 1999; Logue ir Seward, 1999; Emmons, 1999.

globalizacijai, kiekvienas iš šių korporatyvinio valdymo modelių yra atviras kito įtakai, nors didžiąja dalimi išlaiko savo unikalias charakteristikas.

## **1.2. Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje**

Šiame disertacijos skyriuje analizuojamas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poreikis bei tokio reguliavimo ypatumai ir turinys, taip pat apžvelgiami korporatyvinio valdymo politikos Europos Sąjungoje būdai ir raida.

### **1.2.1. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poreikis ir ypatumai**

Bendros vidaus rinkos Europos Sąjungoje kūrimas yra vienas pagrindinių Europos Komisijos teisėkūros stimulų, o bendrovių teisė, kurios dalis yra ir korporatyvinio valdymo klausimai, yra pamatinis vidaus rinkos akmuo. Europos ekonominės bendrijos steigimo sutartis (1957) nustatė laisvo prekių, paslaugų, kapitalo ir asmenų judėjimo apribojimų draudimą ir tam, kad būtų užtikrinta įsisteigimo laisvė, Europos Sąjungos institucijoms suteikta teisė priimti valstybes nares įpareigojančius teisės aktus.

Korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimas Europos Sąjungoje prasideda nuo supratimo, kad korporatyvinio valdymo klausimų derinimas yra vienas esminių veiksmų, kuriant bendrą vidaus rinką Europos Sąjungoje. Siekis sukurti veiksmingą integruotą Europos kapitalo rinką ir maksimizuoti Europos Sąjungos plėtros naudą visoms valstybėms narėms lemia Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo svarbą. Europos Sąjungos institucijų priimami sprendimai bendrovių teisės srityje sudaro sąlygas užtikrinti bendrovių steigimosi laisvę. Be to, bendros vidaus rinkos kūrimas yra dinamiškas procesas ir išsiplėtę tarpvalstybinio verslo mastai tiek Europos Sąjungos viduje, tiek už jos ribų skatina Europos Komisiją nuolat svarstyti Europos bendrovių teisės ateities klausimus.

Kita ne mažiau svarbi korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimo poreikio Europos Sąjungoje priežastis yra modernios, veiksmingos ir konkurencingos verslo aplinkos sukūrimas (Europos Komisija COM (284), 2003). Europos įmonėms, investuotojams ir darbuotojams taikoma bendrovių teisės ir korporatyvinio valdymo sistema turi derėti su šiandienos visuomenės poreikiais, kintančia ekonomine aplinka ir galėti veikti konkurencinėmis sąlygomis globaliame pasaulyje.

Taip pat neturėtų būti pamiršta, kad ekonominiai sunkmečiai išryškina silpnuosius reguliavimo aspektus. Korporatyvinio valdymo skandalai ir finansų krizė parodė, kad tam tikrą vaidmenį kylant šioms problemoms atliko ir valstybių narių nacionalinio bei Europos Sąjungos lygmens reguliavimo trūkumai (Kumar ir Singh, 2013). Tai skatina Europos Komisiją imtis veiksmų tam, kad būtų atkuriamas ir palaikomas rinkų ir visuomenės pasitikėjimas finansų sistema.

Atsižvelgiant į šias priežastis, Europos Sąjungos institucijos korporatyvinio valdymo klausimus visada laikė ir laiko svarbia jų reguliavimo programos dalimi. Pagrindinės reguliavimo kryptys ir iniciatyvos korporatyvinio valdymo srityje aiškiai apibrėžtos Europos Komisijos 2003 metų (Europos Komisija COM (284), 2003) ir 2012 metų (Europos Komisija COM (0740), 2012) veiksmų planuose. Kartu pažymėtina, kad tarptautinių organizacijų, tokių kaip Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija EBPO, Tarptautinis korporatyvinio valdymo tinklas ICGN, Tarptautinė finansų korporacija IFC, priimti korporatyvinio valdymo standartai ir valstybių narių teisėkūros sprendimai nacionaliniu lygiu taip pat daro įtaką korporatyvinio valdymo praktikai Europos Sąjungoje (IFC, 2015). Pažymėtina R. Aguilera ir A. Cuervo – Cazurra (2009) nuomonė, kad tam tikros tarptautinės organizacijos, tokios kaip Pasaulio bankas ar Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija, platindamos bendros korporatyvinio valdymo praktikos taisykles, nepriklausančias nuo šalies charakteristikų, taip netiesiogiai prisideda prie korporatyvinio valdymo sistemų konvergencijos, tačiau ne kurio nors korporatyvinio valdymo modelio, o visuotinio globalaus modelio link.

Svarbu pažymėti, kad Europos Sąjunga jungia šalis, turinčias istoriškai susiklosčiusias skirtingas korporatyvinio valdymo sistemas, kurių formavimąsi lėmė įvairios priežastys. Kaip svarbiausias iš jų galima išskirti skirtingas valstybių narių teisės sistemas, politines istorines aplinkybes valstybėse narėse, įvairius požiūrius į būdą, kuriuo verslas turi būti finansuojamas, ir skirtingą valstybių narių ekonominio išsivystymo lygį.

Korporatyvinio valdymo literatūroje (pvz.: Pagliarussi, Liberato, 2009; Coffee, 2000; La Porta ir kt. 1998; Wymeersch, 2008; Hay, Shleifer, Vishny, 1996; Demsetz, Lehn, 1985) pažymima, kad esminė korporatyvinio valdymo sistemų skirtumų priežastis yra skirtingos šalių teisės tradicijos, kadangi šalies teisės sistema apibrėžia investuotojų teises ir apsaugą. Europos Sąjungos valstybėse narėse egzistuojančios teisės sistemos yra iš esmės kilusios iš anglosaksų (bendrosios teisės) arba civilinės teisės (kontinentinės arba romanų–germanų) teisės šeimų. Europos Sąjungoje anglosaksų teisės tradicija su tam tikrais pakeitimais egzistuoja Jungtinėje Karalystėje ir Airijoje. Civilinės teisės tradicija su tam tikrais nuokrypiais egzistuoja kitose Europos Sąjungos valstybėse narėse. Skandinavijos šalys formuoja savo teisės tradicijas.

Įvairiose teisės tradicijose skirtingai suprantama korporatyvinio valdymo sąvoka, jos turinys ir apimtis. Pagrindiniai anglosaksų teisės tradicijos bruožai korporatyvinio valdymo kontekste yra išskaidyta bendrovės nuosavybės struktūra, kai pagrindinė vadovų pareiga yra maksimizuoti akcininkų turimų vertybinių popierių vertę, o civilinės teisės sistemoje korporatyvinis valdymas siejamas su siekiu užtikrinti ekonominį stabilumą ir socialinį saugumą šalyje. R. La Porta ir kt. (2000) teigia, kad anglosaksų šalyse investuotojų apsaugos lygis yra didesnis nei kontinentinės Europos šalyse, tačiau kai kurie autoriai laikosi nuomonės, kad

korporatyvinis valdymas anglosaksų teisės sistemoje yra suprantamas siauriau negu civilinės teisės tradicijoje (Rehman ir Perry, 2004).

Politinės istorinės aplinkybės valstybėse narėse taip pat yra svarbi korporatyvinio valdymo sistemų skirtumų priežastis. Nagrinėjant politines istorines korporatyvinio valdymo sistemų skirtumų priežastis, atkreiptinas dėmesys į tai, kad valstybė civilinės teisės šalyse vaidina didesnę vaidmenį verslo reguliavime negu anglosaksų teisės šalyse (Pagliarussi, Liberato, 2009; La Porta ir kt. 1999a), ir tai buvo nulemta istoriškai Europos šalyse susiklosčiusių skirtumų tarp karaliaus ir nuosavybės turėtojų galių. Valstybės vaidmuo verslo reguliavime turi įtakos valstybės politikos formavimui korporatyvinio valdymo srityje, ypač nagrinėjant klausimus, ar korporatyvinis valdymas turėtų būti reguliuojamas griežtosios teisės priemonėmis, ar tai turėtų būti palikta negriežtosios teisės taikymui.

Korporatyvinio valdymo sistemų skirtumus lemia ir požiūris į būdą, kuriuo verslas turi būti finansuojamas. Į bankus orientuotos korporatyvinio valdymo sistemos, tokios kaip Vokietijos, lyginamos su į rinką orientuotomis korporatyvinio valdymo sistemomis, tokiomis kaip Jungtinės Karalystės. Santyškiais pagrįstas korporatyvinis valdymas, kuriame pagrindinis bankas reikšmingai dalyvauja kiekvienos įmonės finansavime ir valdyme, yra sugretinamas su rinka grįstu korporatyviniu valdymu, kuriame finansavimą suteikia didelis skaičius investuotojų. Šie instituciniai skirtumai yra esminiai vertinant alternatyvias korporatyvinio valdymo sistemas (Baran, 2008; Rehman ir Perry, 2004). Pažymėtina, kad kai kurie autoriai abejoja šios klasifikacijos tikslingumu bei naudingumu aprašant skirtumus tarp korporatyvinio valdymo sistemų (La Porta ir kt. 2000). Analizė, į bankus ar į rinką yra orientuotos šalių finansų sistemos, nėra ypač tinkamas kelias korporatyvinio valdymo sistemoms išskirti. Skirtumus tarp šalių korporatyvinio valdymo sistemų geriau paaiškina investuotojams suteikiamos teisės. Kai išorės investuotojai finansuoja įmones, jie susiduria su rizika, kad jų investicijų grąža niekada nesimaterializuos, nes kontroliuojantieji akcininkai arba vadovai ją nusavins, todėl teisės sistemų suteikiama apsauga akcininkams ir kreditoriams yra svarbiausia, siekiant suprasti skirtingų šalių korporatyvinio valdymo sistemas.

Analizuojant valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumus, reikšminga pažymėti, kad Europos Sąjungos valstybės narės yra skirtingai ekonomiškai išsivysčiusios. Šalių ekonominio augimo tematiką nagrinėjantys autoriai (pvz., Perotti, Von Thadden, 2003; Rajan, Zingales, 1998; Levine, Zervos, 1998; Levine, 1996; Modigliani, Perotti, 1996; Knack, Keefer, 1995) pažymi, kad bendras šalies ekonominio išsivystymo lygis kartu su šalies socialine ir politine aplinka yra esminiai šalies korporatyvinio valdymo sistemos raidą veikiantys veiksniai. Taigi, netgi tarp Europos Sąjungos valstybių narių, turinčių panašias teisės sistemas, kurių

ekonomika yra skirtingai išvystyta, susidaro sąlygos egzistuoti esminiams korporatyvinio valdymo skirtumams.

Valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumai lemia Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo politikos formavimo problemą, kuri pasireiškia tuo, kad visų pirma tradiciškai Europos Sąjungoje valstybės narės pačios sprendė korporatyvinio valdymo reguliavimo klausimus, todėl istoriškai susiklosčiusius skirtumus valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemose yra labai sunku, o kartais ir visai neįmanoma suderinti.

Antra, svarstant bendros korporatyvinio valdymo sistemos kūrimo Europos Sąjungoje klausimą, negalima pamiršti, kad paprastai tam tikros politikos derinimas valstybėms narėms reiškia papildomų sąnaudų atsiradimą, todėl Europos Sąjungos lygmeniu turi būti imamasi veiksmų tik tuomet, kai valstybės narės veikdamos pačios negali deramai pasiekti norimų tikslų, ir šiems tikslams pasiekti turi būti pasirenkamos mažiausią našą sukeliančios priemonės.

Trečia, valstybių narių nacionalinio protekcionizmo, kuris yra ypač reikšmingas kalbant apie Europos Sąjungos bendrąją politiką, egzistavimas. Valstybės narės suinteresuotos išsaugoti savo tradicinę korporatyvinio valdymo sistemą, kuri yra įprasta ir priimtina jos verslo subjektams. Jos taip pat konkuruoja tarpusavyje, nustatydamos tokias korporatyvinio valdymo taisykles, kad būtų kuo patrauklesnės ekonominei veiklai plėtoti (Eckardt, Kerber, 2013). Valstybės narės stengiasi laviruoti tarp Europos Sąjungos privalomų reikalavimų ir siekio išlaikyti savo nacionalinį konkurencingumą tiek Europos Sąjungos viduje, tiek globalioje ekonomikoje.

Be to, šiame kontekste neturėtų būti pamiršti Europos Sąjungos plėtros klausimai. Naujosios Europos Sąjungos valstybės narės didina korporatyvinio valdymo reguliavimo įvairovę Europos Sąjungoje, o vykstančios diskusijos su kitomis šalimis, turinčiomis intencijų tapti Europos Sąjungos narėmis, neišvengiamai kelia klausimą ir dėl tolesnio korporatyvinio valdymo reguliavimo įvairovės Europos Sąjungoje didėjimo ateityje.

Skirtumai nacionalinėse valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemose kuria neapibrėžtumą ir papildomas išlaidas tiek emitentams, tiek investuotojams. Į tai turi būti atsižvelgiama siekiant skatinti efektyvią Europos Sąjungos kapitalo rinkų integraciją, tačiau pašalinti fundamentalius korporatyvinio valdymo tradicijų skirtumus valstybėse narėse yra labai sudėtinga. Tai sudaro sunkumų sukurti bendrą korporatyvinio valdymo reguliavimą Europos Sąjungoje ir lemia jos korporatyvinio valdymo politikos formavimo ypatumus.

## 1.2.2. Korporatyvinio valdymo samprata Europos Sąjungoje ir reguliavimo turinys

Nepaisant didelio dėmesio korporatyvinio valdymo klausimams, Europos Sąjunga savo teisės aktuose korporatyvinio valdymo sąvokos nėra apibrėžusi. Pažymėtinas tik Europos Komisijos teisėkūros planavimo dokumentas – komunikatas „Bendrovių teisės modernizavimas ir korporatyvinio valdymo stiprinimas Europos Sąjungoje – veiksmų planas“ (Europos Komisija COM (284), 2003), kuriame nurodoma, kad „korporatyvinis valdymas paprastai yra suprantamas kaip sistema, per kurią bendrovės yra valdomos ir kontroliuojamos“. Reikšminga, kad šiame komunikate įvardijant korporatyvinio valdymo sąvoką pateikiama nuoroda į Jungtinėje Karalystėje atliktą studiją „Korporatyvinio valdymo finansiniai aspektai“ (1992), kurioje atsispindi anglosaksų teisės tradicijos suformuota korporatyvinio valdymo samprata. Tai kelia klausimą, ar Europos Sąjungoje anglosaksų teisės tradicijų suformuotai korporatyvinio valdymo sampratai skiriama daugiau reikšmės negu egzistuojančiai civilinės teisės šalyse. Dėl išsamesnio korporatyvinio valdymo apibrėžimo minėtas Europos Komisijos komunikatas nukreipia į Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos apibrėžtus „Korporatyvinio valdymo principus“ (1999, 2004). Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija įvardija, kad korporatyvinis valdymas apima santykius tarp bendrovės administracijos, jos valdymo organų, akcininkų ir kitų suinteresuotų asmenų. Korporatyvinis valdymas taip pat numato struktūrą, per kurią yra apibrėžiami bendrovės tikslai ir priemonės šiems tikslams pasiekti bei nustatomas jų vykdymo stebėseną. Tai rodo visuotinai pripažintų korporatyvinio valdymo principų svarbą Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo sampratoje.

Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje yra horizontaliojo pobūdžio. Pažymėtina, kad Europos Sąjungoje nėra vieno teisės akto, reguliuojančio visus korporatyvinio valdymo klausimus. Korporatyvinį valdymą reguliuojančios nuostatos yra įtvirtintos įvairiuose bendrovių teisė, vertybinių popierių teisė bei finansų rinkas reguliuojančiuose teisės aktuose (2 priedas), todėl Europos Sąjungos teisės aktai analizuojami atsižvelgiant į jų pagrindinių nuostatų turinį, apimančių tokias sritis kaip informacijos atskleidimas, investuotojų apsauga, bendrovės valdymas, auditas, darbuotojų dalyvavimas bendrovės valdyme.

*Informacijos atskleidimas.* Informacijos atskleidimo klausimai sulaukia ypač daug dėmesio analizuojant reguliavimą Europos Sąjungos lygmeniu. Priimti teisės aktai, reguliuojantys informacijos apie vertybinius popierius, įtrauktus į prekybą reguliuojamojoje rinkoje, prospektų, metinės finansinės atskaitomybės dokumentų ir metinių pranešimų, direktorių atlyginimo politikos skelbimą (Direktyvos 2001/34/EB, 2003/71/EB, 2004/109/EB, 78/660/EEB, 83/349/EEB, rekomendacija 2004/913/EB). Poreikis šiuos klausimus reguliuoti Europos Sąjungos lygmeniu yra nulemtas informacijos atskleidimo ypatingos svarbos

investuotojų apsaugai, pasitikėjimo finansų rinkomis kūrimui ir apskritai tvirtos korporatyvinio valdymo praktikos vystymuisi. Tikslios informacijos, kurią pateikia vertybinių popierių emitentai, atskleidimas laiku stiprina investuotojų pasitikėjimą finansų rinkomis ir yra svarbi priemonė, skatinanti patikimą korporatyvinį valdymą visoje Europos Sąjungoje. Atsižvelgiant į tai, informacijos atskleidimo klausimai yra daugiausia sureguliuoti Europos Sąjungos lygmeniu.

Be to, informacijos atskleidimo klausimai yra mažiausiai susiję su tradiciškai susiklosčiusių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumais valstybėse narėse, todėl dėl vienodų taisyklių visoje Europos Sąjungoje nustatymo šioje srityje yra lengviau surasti bendrą visoms valstybėms narėms priimtina sprendimą.

*Akcininkų teisių apsauga.* Akcininkų teisių apsaugos užtikrinimas pastaruoju metu tapo ypač svarbus Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo politikoje. Akcininkų teisių apsaugos lygis yra vienas iš kriterijų, pažyminčių skirtumus tarp šalių korporatyvinio valdymo sistemų. Kai išorės investuotojai finansuoja įmones, jie susiduria su rizika, kad jų investicijų grąža niekada nesimaterializuos, nes kontroliuojantieji akcininkai arba vadovai ją nusavins, todėl teisės sistemų suteikiama apsauga akcininkams ir kreditoriams yra reikšminga, siekiant suprasti skirtingų šalių korporatyvinio valdymo sistemas.

Nors skirtingos korporatyvinio valdymo sistemos suteikia skirtingas teises investuotojams ir šiais klausimais nustatyti vienodas taisykles visoms valstybėms narėms yra labai sudėtinga, dėl tam tikrų bendrų taisyklių Europos Sąjungos lygmeniu yra susitarta. Pavyzdžiui, akcininkų teisių reguliavimo klausimais Europos Sąjungos lygmeniu nustatytos taisyklės, siekiant nustatyti pagrindinius akcininkų teisių principus bei pašalinti kliūtis efektyviam akcininkų teisių įgyvendinimui, kai akcininkai reziduoja kitose valstybėse narėse nei yra įsikūrusios bendrovės, kurių akcijų jie yra įsigiję (Direktyva 2007/36/EB). Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo politikoje taip pat yra aiškiai išreikštas požiūris, kad yra būtina apsaugoti vertybinių popierių turėtojų interesus, kai vyksta bendrovių perėmimas (Direktyva 2004/25/EB). Nors taikant šias normas valstybėms narėms leidžiamas tam tikras lankstumas, siekiama, kad bendri principai būtų vienodai gerbiami visoje Europos Sąjungoje.

*Bendrovių valdymo struktūra.* Geras korporatyvinis valdymas reikalauja stiprios ir subalansuotos bendrovės valdymo organų priežiūros. Akcininkams yra sudėtinga, o kartais ir visai neįmanoma tiesiogiai prižiūrėti bendrovės valdymo, dėl to kyla aktyvaus ne vykdomųjų direktorių (vienpakopė bendrovių valdymo struktūra) ir priežiūros organo (dvipakopė bendrovių valdymo struktūra) vaidmens, o kartu ir aiškios bendrovės organų atsakomybės už veiksmus bei tinkamą elgesį atliekant savo pareigas poreikis.

Reikšminga tai, kad Europos Sąjungos lygmeniu nepavyko nustatyti bendros bendrovių valdymo struktūros. Kelis kartus kilę ketinimai priimti direktyvą dėl akcinių bendrovių

struktūros nesulaukė sėkmės (Europos Komisijos pasiūlymas C131/49, 1972). Tai dar kartą rodo, kad istoriškai susiklostę Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumai yra svarbus veiksnys Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo politikoje.

Vykstant intensyviems debatams dėl bendrovių valdymo struktūros, prieita prie išvados, kad nėra tikslinga privalomai įtvirtinti kurią nors vieną bendrovių valdymo struktūrą Europos Sąjungoje, o svarstyti galimybę bendrovėms leisti pačioms pasirinkti tarp vienpakopės ir dvipakopės bendrovių valdymo struktūros. Pažymėtina, kad tokia galimybė, kaip pažangus pavyzdys valstybėms narėms, yra įtvirtinta Europos bendrovėms (Reglamentas Nr. 2157/2001) ir Europos kooperatinėms bendrovėms (Reglamentas Nr. 1435/2003). Europos Sąjungoje laikomasi nuomonės, kad, nepaisant aktyvios akademinės diskusijos dėl vienpakopės ir dvipakopės korporatyvinio valdymo struktūros pranašumų ir trūkumų, abiejose šiose struktūrose gali būti sukurtas efektyvus korporatyvinis valdymas.

*Auditas.* Tinkamas bendrovės finansinių ataskaitų auditas yra esminis gero korporatyvinio valdymo elementas. Auditas yra taip pat svarbi apsaugos priemonė ir nefinansinių ataskaitų teikimo atvejais. Tinkamas auditas priklauso nuo išorės auditorių vaidmens ir funkcijų atlikimo, taip pat ir nuo vidaus audito proceso bendrovėje.

Siekiant atkurti investuotojų pasitikėjimą finansų rinkomis ir užtikrinti tinkamą audito atlikimą Europos Sąjungos bendrovėse, Europos Sąjungos lygmeniu iš esmės buvo suderinti teisės aktų nustatyto audito reikalavimai (Direktyva 2006/43/EB) bei valstybės narės skatinamos imtis ir kitų veiksmų derindamos audito reguliavimą Europos Sąjungoje (Direktyvos 78/660/EEB, 83/349/EEB, rekomendacija 2005/162/EB).

*Darbuotojų dalyvavimas bendrovės valdyme.* Vertinant korporatyvinio valdymo Europos Sąjungoje dabartinę sampratą, svarbu pažymėti ir kai kuriose Europos Sąjungos valstybėse narėse paplitusį socialinį požiūrį į korporatyvinį valdymą, kuris pamažu įsitvirtina visoje korporatyvinio valdymo Europos Sąjungoje reguliavimo politikoje. Korporatyvinis valdymas Europos Sąjungoje negali būti susiaurintas iki problemos, kaip akcininkai („atstovaujantieji“) gali kontroliuoti vadovus („atstovus“), sprendimo. Atsižvelgiant į tai, bendrovė suprantama kaip sudaryta iš socialinių partnerių, kurie visi turi savo vaidmenį planuojant socialinius ir makroekonominis rezultatus (Lynch–Fanon, 2006).

Europos Sąjungoje laikomasi nuomonės, kad yra tinkama ne tik reguliuoti išorinius bendrovės santykius su trečiaisiais asmenimis, tokiais kaip darbuotojai ar bendruomenė, bet taip pat yra tinkama reguliuoti valdymo struktūrą bendrovės viduje bei sutvirtinti trečiųjų asmenų teisių pripažinimą, ypač per įgaliotus trečiųjų asmenų atstovus, kreditorius ir (ar) darbuotojus, bendrovių valdyme (Direktyvos 2001/86/EB, 2003/72/EB, 2005/56/EB). Tokia sistema turėtų iš

esmės įgalioji ir skatinti bendrovių valdymo organus vykdyti tokią korporatyvinio valdymo politiką, kuri užtikrintų ilgalaikės vertės kūrimą, atsižvelgiant į visuomenės interesus ir gerbiant fundamentalias teises bei vertybes.

Daug diskusijų kelia klausimas dėl bendro Europos korporatyvinio valdymo kodekso Europos Sąjungoje reikalingumo. Pažymėtina, kad nacionalinio korporatyvinio valdymo kodekso poreikis didesnis išsklaidytas teisinis nuostatas turinčiose šalyse, kaip anglosaksų, negu tose, kuriose dauguma nacionalinio korporatyvinio valdymo kodekso nuostatų atspindi egzistuojančius teisės aktus, kaip kontinentinės Europos šalyse. Europos Sąjungoje yra nuspręsta neturėti bendro korporatyvinio valdymo kodekso, laikantis nuomonės, kad pagrindinis indėlis į korporatyvinio valdymo kodeksus turėtų ir toliau ateiti iš rinkos ir jos dalyvių (Europos Komisija COM (284), 2003). Šis klausimas paliktas spręsti pačioms valstybėms narėms, tačiau Europos Sąjungos lygmeniu įtvirtintas reikalavimas, kad kiekviena valstybė narė turi turėti korporatyvinio valdymo kodeksą, kurio bendrovės pagal savo jurisdikciją turėtų laikytis arba kuriuo vadovaudamosi jos turėtų paaiškinti, kaip ir kodėl jų praktika yra kitokia (principas „laikykis arba paaiškink“) (Direktyva 2006/46/EB). Reikšminga tai, kad šis „laikykis arba paaiškink“ principas iš anglosaksų šalims būdingų korporatyvinio valdymo kodeksų yra perkeltas į Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo turinį.

Reziumuojant pažymėtina, kad daugiausia sprendimų Europos Sąjungos lygmeniu priimami tose korporatyvinio valdymo srityse, kurios yra mažiausiai veikiamos jos valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumų ir kuriose sprendimai yra būtini sėkmingai jos finansų rinkų plėtrai. Kaip pažymi L. Enriques (2006), nors neabejotina, kad valstybių narių bendrovių teisę reguliuojantys teisės aktai pasikeitė dėl Europos Sąjungos taikytų derinimo priemonių, tačiau minėtina, kad daugiausia Europos Sąjungos bendrovių teisė apima tas sritis, kurios jau yra *de facto* suderintos dėl pačių valstybių narių priimtų sprendimų arba reguliuoja klausimus, kurie jau yra ir taip įtraukti į valstybių narių nacionalines teisėkūros darbotvarkes. Korporatyvinio valdymo srityse, kurios yra labai veikiamos korporatyvinio valdymo sistemų skirtumų, klausimų sprendimas paliekamas valstybių narių kompetencijai arba Europos Sąjungos lygmeniu nustatomi tik bendri principai.

Apžvelgus korporatyvinio valdymo srityje priimtus Europos Sąjungos sprendimus, minėtina, kad Europos Sąjungos lygiu priimti sprendimai informacijos atskleidimo, akcininkų teisių apsaugos užtikrinimo srityse, principo „laikykis arba paaiškink“ įtraukimas į korporatyvinio valdymo turinį, sprendimas neturėti bendro Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo kodekso, o jų rengimą palikti rinkos reguliavimuisi yra būdingi anglosaksų šalių korporatyvinio valdymo sistemai ir rodo didelę šios sistemos įtaką korporatyvinio valdymo reguliavimo turiniui Europos Sąjungoje. Panašią nuomonę dėl valstybių narių nacionalinių

korporatyvinio valdymo sistemų laipsninės kaitos link anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio pateikia ir P. Collier su M. Zaman (2005) po atliktos 20 valstybių narių korporatyvinio valdymo kodeksų analizės. Antra vertus, korporatyvinio valdymo srityje Europos Sąjungos lygmeniu įtvirtinami socialiniai aspektai, daugiausia būdingi kontinentinės Europos šalims, rodo, kad nepaisant rinkos spaudimo jie taip pat vaidina reikšmingą vaidmenį korporatyvinio valdymo reguliavimo politikoje ir korporatyvinio valdymo sampratos formavimuisi Europos Sąjungoje. Šie rezultatai leidžia pritarti L. Cernat (2004) išvadoms, kad Europos Sąjungos politinėje darbotvarkėje į kapitalą orientuoti korporatyvinio valdymo mechanizmai (būdingi anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui), tokie kaip nuosavybės struktūra, informacijos atskleidimo reikalavimai ir pan., konkuruoja su į darbo klausimus orientuotais korporatyvinio valdymo mechanizmais (būdingi civilinės teisės korporatyvinio valdymo modeliui), tokiais kaip darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme.

Apibendrinant svarbu pažymėti, kad, esant skirtingoms teisės tradicijoms bei ekonominio išsivystymo lygiui valstybėse narėse, taip pat vykstant Europos Sąjungos plėtrai, skirtingas valstybių narių korporatyvinio valdymo supratimas formuoja savitą Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo sampratą, kurioje konverguojasi jos valstybių narių pažangi patirtis su pasaulyje visuotinai pripažintais korporatyvinio valdymo principais.

### **1.2.3. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje būdai ir raida**

Tinkamas korporatyvinis valdymas yra esminė prielaida finansinių institucijų, vertybinių popierių biržų, individualių korporacijų ir visos rinkos ekonomikos vientisumui ir patikimumui, tačiau valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų įvairovė turi įtakos korporatyvinio valdymo politikos formavimo Europos Sąjungoje ypatumams, kuriuos lemia siekis kurti bendrą vidaus rinką, kai reikia suderinti valstybėse narėse susiformavusias įvairias korporatyvinio valdymo sistemas.

Kaip teigia L. Barani (2006), svorio centras Europos Sąjungoje kinta tarp dviejų priešingų integracijos metodologijų: viršnacionalinės ir tarpvyriausybines. Tai veikia politikos formavimo procesą, kur varžomasi tarp tradicinių integracijos sektorių, kuriuose sprendimai priimami įprastiniais būdais, ir naujų sričių, kur taikomos naujos eksperimentinės integracijos formos (Wallace, 2001). Naujesnės Europos Sąjungos integracijos formos pasižymi neįpareigojančių teisinių priemonių naudojimu ir kompleksinių santykių su Europos Teisingumo Teismu kūrimu. Europos Sąjungos teisėkūros stilius tolsta nuo tradiciškai buvusių jai būdingų „iš viršaus – žemyn“ kontrolės ir komandų formų. Tokie pokyčiai aiškiai matomi bendros rinkos politikos formavime (Eberlein, 2003).

Minėtina, kad naujesnės Europos Sąjungos integracijos formos vis būdingesnės ir korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimui. Korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimas Europos Sąjungos lygmeniu pasižymi griežtosios ir negriežtosios teisės priemonių derinimu. K. Abbott ir D. Snidal (2000) griežtąją teisę apibrėžia kaip teisiškai įpareigojančias normas, kurias pasižymi tikslumu bei nedviprasmiškumu reikalaujamo elgesio atžvilgiu, leidžia arba uždraudžia ir suteikia įgaliojimus trečioms šalims jas interpretuoti ir įgyvendinti. Griežtosios teisės priemonės Europos Sąjungoje apima reglamentus (tiesiogiai taikomus valstybėse narėse) ir direktyvas (valstybės narės turi priimti nacionalinius jas įgyvendinančius teisės aktus), o negriežtosios teisės, tai yra normų, turinčių susitarimo (konsensuso) aspektą, bet neturinčių tradicinio privalomumo aspekto (sankcijos) (Čiočys, 2013), priemonės sudaro Europos Komisijos priimtos rekomendacijos, dažniausiai atspindinčios privalomos teisinės galios neturinčiuose valstybių narių korporatyvinio valdymo kodeksuose. Apie šių priemonių laikymąsi Direktyva 2006/46/EB įpareigoja bendrovės informuoti „laikykis arba paaiškink“ principu.

Reguliavimas griežtosios teisės priemonėmis vaidina svarbų vaidmenį, kuriant pagrindą pasitikėjimui kapitalo rinkose, sąlygas bendrovių veiklai ir skatinant tam tikrų valdymo formų raidą tokiose bendrovėse (Horn, 2009). Vis dėlto tyrimai rodo, kad bendrovės paprastai įgyvendina korporatyvinio valdymo praktiką, kuri labiausiai tinka jų organizacinei struktūrai ir verslo aplinkai, kurioje jos veikia (Lehn ir kt., 2004; Linck ir kt., 2008). Atsižvelgdami į tai, E. He ir D. Sommer (2010) pabrėžia, kad bet koks pasiūlymas įtvirtinti visoms bendrovėms vienodas privalomas korporatyvinio valdymo taisykles, kaip priešprieša savanoriškiems evoliuciniams pokyčiams, prieš atitinkamai valstybės institucijai priimant sprendimą turėtų būti labai išsamiai įvertintas.

Vertybinių popierių biržų ir rinkos dalyvių savireguliacijos kaip negriežtosios teisės priemonės, varijuojančios nuo savanoriškų elgesio kodeksų priėmimo ir įsipareigojimo jų laikytis, kai laikymosi užtikrinimo įgyvendinimas yra labai silpnas, iki atitinkamų organizacijų nustatytų tam tikrų taisyklių ir griežtos jų laikymosi kontrolės vykdymo (pvz., vertybinių popierių biržų kodeksų), praktika taip pat turi svarbų vaidmenį korporatyvinio valdymo klausimų reguliavime Europos Sąjungoje. Reguliavimosi priemonės pasižymi pranašumu, tokiu kaip glaudesnis santykis su reguliuojama sritimi, dalyvių interesų bendrumas, didesnis lankstumas, paprastesnės sprendimo priėmimo procedūros, gausa (Coglianese ir kt., 2004), tačiau S. Claessens (2003) atkreipia dėmesį, kad, esant žemam bendram šalies korporatyvinio valdymo lygmeniui ir silpnai nuosavybės teisių apsaugos sistemai, savanoriški ir rinkos sukelti korporatyvinio valdymo mechanizmai yra mažai efektyvūs. Taisyklių įtvirtinimas reguliavimosi būdu negali būti vertinamas vienareikšmiai. Vertybinių popierių biržų ir rinkos dalyvių

reguliavimosi iniciatyvos šalyse skiriasi, taip pat skiriasi ir šių iniciatyvų veiksmingumas. Kada reguliavimasis yra pakankama priemonė pokyčiams skatinti, o kada kyla poreikis įsikišti valstybės institucijoms, priklauso nuo konkrečių aplinkybių šalyje ir reguliuojamame sektoriuje.

Reikšminga pažymėti ir tai, kad pasitikėjimas kapitalo rinkomis kuriamas ne vien taisyklių nustatymu ir jų laikymosi užtikrinimu. Griežti etikos standartai taip pat yra labai svarbus veiksnys sąžiningam kapitalo rinkų funkcionavimui (Blommestein, 2003). Etikos vaidmuo kapitalo rinkų veikloje, ypač korporatyviniame valdyme, pasireiškia tose srityse, kuriose nėra reguliavimo teisės aktais, arba vadinamosiose „pilkosiomis zonomis“, kuriose susidaro galimybės pagal teisės aktus vykdyti nors ir teisėtus, tačiau vis dėlto neetiškus veiksmus (Kumar, 2007). Svarbiausi etikos ir korporatyvinio valdymo sąlyčio taškai yra ten, kur susidaro prielaidos kilti interesų konfliktui. Literatūroje yra išskiriamos įvairios priežastys, lemiančios etikos svarbą korporatyviniam valdymui (Boatright, 1999; Kumar, 2007). Visų pirma įstatymais nėra įmanoma sureguliuoti visų korporatyvinio valdymo aspektų, ypač tų, kurie negali būti apibrėžti tiksliais taisyklėmis. Antra, įstatymai dažnai priimami kaip reakcija į veiklas, kurios laikomos neetiškomis, todėl būtų klaidinga skatinti žmones susilaikyti nuo aukštesnių standartų, kol įstatymai jiems nelieps. Be to, liberalizavimo ir dereguliavimo tendencijos pasaulyje suteikė didesnę laisvę bendrovių valdyme, o tai reiškia ir didesnę atsakomybę. Dėl globalių pokyčių pasaulyje rinkos sąlygos tampa vis sudėtingesnės, todėl kyla sunkiai apibrėžiamų korporatyvinio valdymo aspektų. Galiausiai, vystantis finansų rinkoms ir didėjant jų dalyvių skaičiui, konkurencija sudaro prielaidas korporatyvinio valdymo reguliavimo trūkumams pasireikšti.

Atsižvelgiant į tam tikrais laikotarpiais dominavusius korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje būdus, galima išskirti tris korporatyvinio valdymo reguliavimo politikos Europos Sąjungoje raidos etapus.

*Pirmasis etapas.* Pirmasis kelias sukurti bendrą korporatyvinio valdymo politiką Europos Sąjungoje buvo *direktyvomis grįsta* kryptis, siekiant suderinti korporatyvinio valdymo klausimus visose valstybėse narėse. Europos Komisija direktyvomis siekė suvienodinti skirtingas valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemas (Hannigan, 2015). Šiame etape išskirtini du pagrindiniai aspektai: visų pirma požiūris, kad korporatyvinio valdymo klausimai turi būti reguliuojami griežtosios teisės priemonėmis, o ne palikti rinkos reguliavimuisi; antra, siekis suvienodinti visų valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemas ir taip sukurti bendrą korporatyvinio valdymo reguliavimą visoje Europos Sąjungoje. Akcentuotina, kad šie aspektai yra būdingesni kontinentinės Europos negu anglosaksų šalims. Įsijungus į Europos Sąjungą Jungtinei Karalystei, kurios požiūris į korporatyvinį valdymą yra iš esmės skirtingas, surasti bendrą visai Europos Sąjungai priimtina sprendimą tapo sudėtinga, ir vienodinant valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemas buvo prieita iki aklavietės.

*Antrasis etapas.* Antrojo etapo pradžia galima vadinti praėjusio amžiaus paskutinį dešimtmetį, kai sunkumai suderinti skirtingas valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemas bei didėjanti kapitalo rinkų svarba šalių ekonomikoms lėmė pasikeitusio požiūrio į korporatyvinio valdymo turinį atsiradimą Europos Sąjungoje. Pokyčiai šioje srityje pasireiškė *į rinką orientuotos* korporatyvinio valdymo krypties akcentavimu, kuris yra būdingas anglosaksų šalims ir pasižymi didelės reikšmės rinkos reguliavimuisi suteikimu (Vitols ir Kluge, 2011). Peržvelgus Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo turinį, minėtina, kad šiuo laikotarpiu ypač svarbių sprendimų korporatyvinio valdymo srityje Europos Sąjungos lygmeniu nebuvo priimta.

*Trečiasis etapas.* Trečiasis etapas prasidėjo šio tūkstantmečio pradžioje, kai, stiprėjant Europos Sąjungos kapitalo rinkų integracijos idėjai bei reaguojant į tuo metu bendrovėse kilusias korporatyvinio valdymo problemas, korporatyvinio valdymo politika Europos Sąjungoje pasuko nauja kryptimi. Ši kryptis pasižymi siekiu nustatyti bendrą korporatyvinio valdymo turinį Europos Sąjungoje, tačiau atsižvelgiama į tai, kad kiekvienos valstybės narės korporatyvinio valdymo sistema turi savų ypatumų. Formuojant korporatyvinio valdymo politiką Europos Sąjungoje siekiama ne pakeisti valstybėse narėse egzistuojančias korporatyvinio valdymo sistemas, bet užtikrinti, kad kiekvienos valstybės narės korporatyvinio valdymo sistemoje griežtosios ir negriežtosios teisės priemonėmis būtų įtvirtintas tam tikras korporatyvinio valdymo taisyklių rinkinys, garantuojantis būtinų teisių ir kontrolės sulysinimą valstybėse narėse, ir tai pasireiškia per *principais paremtos*, o ne griežtų bendrų taisyklių nustatymo, krypties korporatyvinio valdymo reguliavimo politikos formavime akcentavimą Europos Sąjungoje (Europos Komisija COM (284), 2003). Tokia korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimo politika vadinama minimaliu derinimu (Eckardt ir Kerber, 2013).

C. Coglianesse ir kt. (2004) pažymi, kad teisės normų yra paprasčiau laikytis negu principų, nes yra aiškiai nubrėžta riba tarp galimo ir negalimo elgesio, o principai yra daug platesni. Visgi R. Dworkin (1986) pažymi, kad nors principai ir nenurodo konkretaus sprendimo, tačiau sprendžiant problemą kreipia viena ar kita kryptimi. Principai veikia asmenų elgesį pagal visuomenės lūkesčius. Jei asmens elgesys visuomenės nebus vertinamas kaip sąžiningas, jis neteks pasitikėjimo. Tai skatina asmenis laikytis aukštesnių elgesio standartų. Be to, principai yra universalesni nei taisyklės, todėl pasikeitus aplinkybėms jie vis tiek gali būti taikomi. Kartu pažymėtina, kad taikomi principai leidžia asmenims pasirinkti labiausiai jiems tinkančias elgesio formas, atsižvelgiant į specifinę savo veiklos aplinką ir susidariusias aplinkybes.

Tiek griežtosios teisės, tiek negriežtosios teisės priemonės turi teisinio reguliavimo savybę, tai yra gali daryti ir daro poveikį kapitalo rinkų dalyvių elgesiui. Suprantama, kad abi

taisyklių įtvirtinimo formos turi pranašumą ir trūkumą, tačiau atsakomybės už jų nesilaikymą nustatymo ir taikymo problema skatina atsigręžti į teisės normų suteikiamą aiškumą atsakomybės atveju.

Apibendrinus Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo politikos raidą, minėtina, kad valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumai kelia problemų formuojant bendrą Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo turinį ir politiką. Ieškant tinkamiausio sprendimo Europos Sąjungai eita įvairiais keliais, tiek griežtosios teisės priemonėmis bandant suvienodinti valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemas, tiek paliekant šio klausimo sprendimą rinkos reguliavimuisi. Nė vienam iš šių kelių nepasiteisinus, šiuo metu vykdoma korporatyvinio valdymo politika siekiama suformuoti bendrą korporatyvinio valdymo turinį Europos Sąjungoje - nustatyti visoms valstybėms narėms bendrus korporatyvinio valdymo principus, tačiau iš esmės nekeičiant nacionalinių korporatyvinio valdymo sistemų.

### **1.3. Korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveika**

Siekiant atskleisti korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos teorines prielaidas šiame disertacijos skyriuje apžvelgiamos kapitalo rinkų kaitos tendencijos ir jų reikšmė korporatyviniam valdymui, analizuojamas kapitalo rinkų išsivystymo lygio nustatymas ir korporatyvinio valdymo poveikio kapitalo rinkoms vertinimo aspektai.

#### **1.3.1. Kapitalo rinkų kaitos tendencijos ir jų reikšmė korporatyviniam valdymui**

Sudėtinga suvokti korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos prielaidas be pačiose kapitalo rinkose vykstančių procesų analizės atsižvelgiant į globalizaciją. Korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveika pasireiškia nuolat kintančioje ir daugelio veiksnių veikiamoje aplinkoje, todėl pirmiausia yra būtina korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos pasireiškimo aplinkos analizė.

Šiandieniniame pasaulyje vyksta spartūs technologiniai, ekonominiai, socialiniai ir politiniai pokyčiai, kurie dažnai apibendrinami kaip globalizacija, ir kuriuos H. Blommestein (2006) įvardina kaip „greitai žengiančią į priekį modernizaciją“ (angl. *fast-forward modernisation*). Autorius pažymi, kad pirmą kartą istorijoje globali technorinkos (angl. *techno-market*) santvarka, kuriai būdingas tikėjimas didėjančia žinių, naujų idėjų, inovacijų ir naujų technologijų svarba, neatpažįstamai keičia finansų, verslo ir politikos pasaulį. I. Pekarskienė ir J. Pridotkienė (2010) pažymi, kad nacionalinėms vertybinių popierių rinkoms globalizacijos procesai daro daug didesnę įtaką nei tik toms šalims būdingi ekonominiai pokyčiai, nors kai

kurie autoriai globalizaciją vertina skeptiškai ir teigia, kad jos įtaka ir reikšmė dažnai yra pervertinama (Hirst ir Thompson, 2002).

A. de la Torre ir S. Schmuckler (2007) išskyrė tris pastarojo laikotarpio kapitalo rinkų vystymąsi ir finansų sektoriaus globalizaciją lėmusių veiksnių grupes: pirma - valstybių politika, siekiant liberalizuoti savo kapitalo rinkas; antra - technologinės ir finansų inovacijos, kurios palengvino naudojimąsi kapitalo rinka ir prisidėjo prie platesnių galimybių investuotojams diversifikuoti savo riziką sudarymo; trečia - kapitalo paklausos ir pasiūlos veiksniai, nulemti institucinių investuotojų ir naujų būdų diversifikuoti savo investicijų portfelius atsiradimo. Spartus globalizacijos tempų augimas ir nuolatinė išorinių bei vidinių aplinkos sąlygų kaita sukėlė pokyčius kapitalo rinkose, kurie yra išsamiai aptariami toliau šiame skyriuje.

Valstybės, siekdamos skatinti kapitalo rinkų plėtrą, ėmėsi *finansų sektoriaus liberalizavimo* veiksmų, o tai daro įtaką platesniam ir lengvesniam kapitalo prieinamumui (Hausler, 2002) ir kartu stimuliuoja investicijas bei ekonominį augimą šalyse (Mishkin, 2006). Nors dažnai finansų sektoriaus liberalizavimas laikomas vienu iš globalizaciją finansų rinkose lėmusių veiksnių (Schmuckler, 2004), antra vertus, jis kartu yra ir globalizacijos padarinys (Stallings, 2001). Kapitalo mobilumo didėjimas skatina besivystančias šalis liberalizuoti savo nacionalines finansų rinkas, o tai savo ruožtu toliau didina kapitalo judėjimo tarp valstybių srautus. Be to, kapitalo kontrolės pašalinimas leidžia vietiniams ir išorės investuotojams labiau diversifikuoti savo vertybinių popierių portfelį, o tai lemia mažesnes kapitalo sąnaudas ir taip didina jo prieinamumą besiskolinantiems (Stulz, 1999, Henry, 2000; Bekaert ir kt., 2000, 2001). Vis dėlto kai kurie autoriai pabrėžia ir neigiamas liberalizavimo pasekmes, pasireiškiančias ekonomikos nestabilumu, o ne jos augimu (Stiglitz, 2004). Tai ypač atskleidžia kapitalo rinkų funkcionavimas.

Kartu pažymėtina, kad finansų sektoriaus atvirumas prie šalies kapitalo rinkos plėtros prisideda tik tuomet, kai yra pasiekta tam tikra teisės sistemos ir institucijų plėtros riba (Chinn ir Ito, 2005). Bendrasis šalies teisinio išsivystymo lygis yra reikšmingesnis negu specifinių finansinių institutų išsivystymo lygis ir tai ypač atsiskleidžia žvelgiant į korporatyvinio valdymo lygį šalyje. Silpni korporatyvinio valdymo standartai besivystančiose šalyse riboja kapitalo srautus į atvertas rinkas, nes užsienio investuotojai įžvelgdami didesnę ekspropriacijos riziką vengia investuoti į blogai valdomas bendroves. Tyrimai taip pat rodo, kad liberalizavus kapitalo rinką šalyje geriau valdomų bendrovių veiklos rezultatai yra geresni negu kitų bendrovių (Bae ir Goyal, 2010; Schneider, 2008; Boubakri ir kt., 2001). Reikšminga ir tai, kad liberalizavimo procesas paprastai padidina finansų sistemos efektyvumą, nes jo metu pašalinamos neefektyvios finansų institucijos ir daromas didesnis spaudimas finansų sektoriaus infrastruktūros reformoms

(Claesens ir kt., 2001; Stiglitz, 2000; Mishkin, 2006), tarp jų ir susijusioms su korporatyviniu valdymu.

Laisvas kapitalo judėjimas lėmė ir galios koncepcijos perėjimą nuo tradicinio priklausymo vyriausybėms link priklausymo privatiems kapitalo turėtojams (Jungtinės Tautos, 2001). Dėl laisvosios prekybos taisyklių plitimo ir daugiausia dėl laisvo kapitalo judėjimo šalių vidaus ekonomika vis labiau išlaisvinama iš politinės kontrolės. Tikėjimas, kad šalių vyriausybės yra atsakingos už kapitalo persikirstymą, keičiasi ir vis daugiau galių įgyja rinkos dalyviai. Tai ypač matyti korporatyvinio valdymo reguliavime. Šalyse, kurioms būdingas anglosaksų korporatyvinio valdymo modelis, vyrauja korporatyvinio valdymo standartų įtvirtinimas ir jų laikymosi užtikrinimas reguliavimosi mechanizmais, o civilinės teisės korporatyvinio valdymo modelio šalyse valstybė vis dar turi svarbų vaidmenį reguliuojant korporatyvinį valdymą (Lutz ir kt., 2011; Hopt, 2011).

Dėl šių pirmiau aptartų procesų pasireiškia didėjanti *integracija tarp šalių kapitalo rinkų* (Reddy, 2006b; de la Torre ir Schmuckler, 2007; Qin ir kt., 2007; Bareikienė ir Sūdžius, 2011). Kapitalo rinkų integracija yra svarbus veiksnys, turintis įtakos globalios ekonomikos augimui. Vis dėlto reikšminga ir tai, kad labiau integruotos šalys susiduria ir su didesniu finansiniu nestabilumu (Rogoff ir Prasad, 2003). Europos kapitalo rinkų integraciniai procesai įgavo pagreitį ir reikšmę finansų rinkose nuo devinto dešimtmečio vidurio (Fratzcher, 2001). Atsižvelgiant į tai, kad vienas iš pagrindinių Europos ekonominės bendrijos tikslų buvo įgyvendinti bendrąją rinką, Europos Sąjungos vidaus rinkos komisaras Ch. McCreevy (2006) integraciją pavadino „antrąja europiečių prigimtimi“. Vis dėlto tyrimai dėl Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų integracijos laipsnio yra priešaringi. Didelė dalis tyrimų patvirtina didėjančią finansinę integraciją tarp Europos Sąjungos valstybių narių (pvz., McAndrews ir Stefanadis, 2002; Ehrmann ir kt., 2007; ECB, 2007), tačiau yra ir nuomonių, kad nepaisant visų Europos Sąjungoje vykdomų reformų finansinės integracijos proceso Europoje pabaiga dar yra labai toli (Huizinga ir Jonung, 2005). M. Ekinči ir kt. (2007) teigia, kad ne tik Europos Sąjungos valstybės narės, bet ir jų regionai tarpusavyje yra mažai integruoti. Situaciją Jungtinėse Amerikos Valstijose analizuojantys tyrimai rodo gilią valstijų tarpusavio finansinę integraciją (Kalemli–Ozcan ir kt., 2006). Kartu svarbu nepamiršti, kad tyrimų rezultatų priešaringumą lemia ir finansinės integracijos vertinimo metodų įvairovė (Adam ir kt., 2002; Carey, 2004; Boyle, 2009). Vis dėlto, kaip teigia A. Hatemi (2012), nuosmukio rinkose metu integracija tarp rinkų pasireiškia stipriau negu pakilimo metu. Spartėjant integraciniam procesams šalyse, kapitalo rinkose taip pat būdinga ir konsolidacija, pasireiškianti jungimosi ar bendradarbiavimo atvejais tarp vertybinių popierių biržų (Bagheri ir Nakajima, 2004; Klagge ir

Martin, 2005). Susiformavę nauji darniai nėra baigtiniai, ir toliau ieškoma kitų jungimosi ir bendradarbiavimo formų, o tai rodo, kad integracijos procesai tęsiasi (Koncevičienė, 2006).

R. Bozek (2007) pažymi teigiamą rinkų integracijos ir korporatyvinio valdymo santykį, dėl kurio rinka skatina korporatyvinio valdymo konvergenciją šalyse. E. Perotti ir E. von Thadden (2003) teigia priešingai, kad didėjanti rinkų integracija ir konkurencija neskatina korporatyvinio valdymo sistemų konvergencijos, tačiau tam tikros korporatyvinio valdymo charakteristikos, kaip pavyzdžiui, skaidrumas, linkusios konverguotis, todėl skirtumai tarp skirtingų korporatyvinių valdymo sistemų šalyse dėl integracijos galiausiai tampa vis mažiau svarbūs. Analizuojant kapitalo rinkų integracijos kontekste vykstančius korporatyvinio valdymo sistemų konvergencijos procesus, kyla šios konvergencijos krypties klausimas. Dažnai matoma Europos šalių korporatyvinio valdymo sistemų raida anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio link, tačiau toks požiūris yra per daug supaprastintas (Groenwegen, 2000). Korporatyvinio valdymo sistemų konvergencija šalyse yra veikiamą tiek pasaulinės globalizacijos nulemtų veiksnių, tiek ir Europos Sąjungoje vykdomos bendros finansų rinkos kūrimo politikos, todėl konvergencijos krypties klausimas reikalauja gilios analizės.

Didėjanti ekonominė integracija ir finansų sektoriaus liberalizavimas paskatino *konkurenciją* tarp atskirų šalių kapitalo rinkų ir finansų sektoriaus institucijų (Obstfeld ir Taylor, 2003; Darškuvienė ir Šakalytė, 2010). Kapitalo rinkų konkurencingumas gali būti vertinamas dviem aspektais, tai yra vertinant kapitalo rinkos gebėjimą pritraukti užsienio emitentų ir kapitalo rinkos gebėjimą pasiūlyti savo naudotojams žemesnes kapitalo sąnaudas arba vertės priedą (Coffee ir Berle, 2007). Kapitalo teikėjai nelinkę investuoti į šalis, kuriose nėra vykdomos ekonominės ir finansinės reformos ar kurios turi didelį biudžeto deficitą (Jungtinės Tautos, 2001). Be to, vietinei kapitalo rinkai nesant konkurencingai vietinis kapitalas gali išeiti iš šalies. Vietinės santaupos yra alternatyva užsienio investicijoms į šalį, tačiau panaikinus kliūtis kapitalui judėti tarp šalių, valstybėms yra sunku išlaikyti vietines santaupas šalyje. Taip pat ir bendrovės dėl palankesnės verslo reguliavimo aplinkos gali perkelti prekybą savo vertybiniais popieriais į kitas šalis. Tą pažymi ir M. Becht (2007) - jis teigia, kad kapitalo rinkos iš tikro vienijasi, ir tai, ką mes matome pastaruosiu metu, yra konkurencija tarp reguliavimo segmentų, o ne tarp kapitalo rinkų. Korporatyvinio valdymo politika yra viena iš reguliavimo sričių, todėl gali būti priemonė šalių kapitalo rinkų konkurencingumui didinti. Atsižvelgiant į tai, vyriausybėms tenka sudėtingas uždavinys vykdyti atitinkamą politiką, siekiant didinti savo kapitalo rinkos konkurencingumą.

Kapitalo rinkos taip pat pasižymi sparčia *technologine ir finansinių inovacijų plėtra*. Technologinės pažangos, kaip įrankio, kuris sandorių sąnaudų mažinimo ir prekybos, tarpuskaitos bei atsiskaitymo sistemas daro veiksmingesnes, svarbą kapitalo rinkų

funkcionavimui ir plėtrai pažymi daugelis autorių (Allen ir Gale, 1998; Schich ir Wehinger, 2003; Malecki, 2009). Finansinės inovacijos prisideda prie naujų finansinių priemonių, kuriomis investuotojai gali diversifikuoti savo riziką, atsiradimo. R. Merton (1992) greitą finansų inovacijų tempą, verčiantį keistis šalių kapitalo rinkas, įvardino kaip „finansų inovacijų spiralę“. Ji atspindi, kaip inovatyvūs finansų produktai patenkina naujus rinkos poreikius ir skatina tolesnes inovacijas bei naujų rinkų joms atsiradimą. Technologinių ir finansinių inovacijų procesų vyksmą labiausiai veikė visame pasaulyje veikiančių ir platų spektrą įvairių finansinių paslaugų teikiančių didelių tarptautinių finansinių konglomeratų atsiradimas (de la Torre ir Schmuckler, 2007).

Minėtina, kad technologinis persilaužimas lėmė naujų tarptautinių kapitalo rinkų, grįstų ryšių tarp vertybinių popierių biržų atsiradimu, formavimosi pradžią (Obstfeld ir Taylor, 2002). J. Šakalytė (2009) pažymi, kad technologinės inovacijos gali būti tiek pagrindinis ryšių, kuriais bendrovės tobulina savo produktus ar diegia procesines inovacijas, formavimosi veiksnys, tiek papildomas, kai dėl jau susiformavusių ryšių vyksta technologinis viso sektoriaus atnaujinimas, kuris jam leidžia veikti efektyviau ir išlikti konkurencingam. Kartu pažymėtina, kad technologinė vertybinių popierių biržų kooperacija ir integracija Europoje yra daug didesnė nei nuosavybės atžvilgiu (Darškuviene ir Šakalytė, 2010).

Technologijos turi didelę reikšmę ir korporatyviniam valdymui bendrovėse (EBPO, 1999, 2004; Solms, 2001). Jų svarba pasireiškia tiek organizuojant kasdieninę bendrovės veiklą, tiek užtikrinant įvairių korporatyvinių valdymo elementų, tokių kaip auditas, rizikos valdymas ar informacijos atskleidimas, įgyvendinimą bendrovėse. Kartu neturėtų būti pamiršta, kad sparti technologinė pažanga ir didėjanti finansinių naujovių įvairovė šalių finansų rinkos priežiūros institucijoms neretai kelia problemų, siekiant finansų sektoriuje sumažinti riziką ir išlaikyti pasitikėjimą finansų rinkomis (Trifonova, 2011).

Išanalizavus kapitalo rinkų transformacijų tendencijas ir jų reikšmę korporatyviniam valdymui šalyse, minėtina, kad pasaulyje vykstantys technologiniai, ekonominiai, socialiniai ir politiniai pokyčiai neabejotinai veikia ir korporatyvinį valdymą šalyse. Vis dėlto korporatyvinių valdymo ir kapitalo rinkų sąveika yra abipusė, todėl tolesniuose skyriuose siekiama įvertinti korporatyvinių valdymo poveikį kapitalo rinkoms ir tuo tikslu identifikuoti kapitalo rinkų išsivystymo lygiui nustatyti taikytinus kriterijus.

### **1.3.2. Kapitalo rinkų išsivystymo lygio nustatymas**

Tinkamas kapitalo rinkų funkcionavimas yra būtina šalies ekonominio vystymosi sąlyga. Kapitalo rinka, būdama finansų rinkos dalimi, sudaro prielaidas efektyviam kapitalo paskirstymui - iš kapitalo perviršį turinčių sektorių į jo stygių turinčius sektorius. Ji yra svarbus

įrankis laisvoms asmenų lėšoms sutelkti ir joms nukreipti į investicijas, taip aprūpinant įmones lėšomis, reikalingomis jų kapitalo formavimui ir tolesnei plėtrai. Kartu kapitalo rinkos sudaro prielaidas užtikrinti investicijų ilgalaikiškumą ir tęstinumą, o tai leidžia įmonėms siekti ne vien trumpalaikės naudos, bet ir planuoti ilgalaikius projektus. Investuotojams kapitalo rinka suteikia galimybę laisvas pinigines lėšas investuoti į tas ūkinės veiklos sritis, kurios, jų nuomone, yra patikimiausios ir pelningiausios, taip pat ji padeda investuotojams sumažinti savo investicijų riziką, nes joje prekiajamų vertybinių popierių įvairovė leidžia diversifikuoti investicijas.

Tiek mokslinėje literatūroje, tiek priimant politinius sprendimus šalys dažnai lyginamos tarpusavyje pagal jų kapitalo rinkų išsivystymo lygį - vienos rinkos vadinamos išsivysčiusiomis, o kitos – neišsivysčiusiomis ar besivystančiomis. Empiriniai tyrimai rodo, kad ekonomiškai labiau išsivysčiusios šalys turi labiau išplėtotas ir efektyvesnes finansų sistemas, tarp jų ir kapitalo rinkas (Beck, Demirgüç-Kunt ir Levine, 2001). R. Rajan ir L. Zingales (2003) finansinių išsivystymą vertina pagal tai, kaip lengvai bet koks verslininkas ar bendrovė turėdami pagrįstą projektą gali gauti finansavimą, ir su koku pasitikėjimu investuotojas laukia savo investicijų grąžos. H. Blommestein (2003) teigia, kad išsivysčiusi kapitalo rinka pasižymi: (1) rinkos pilnumu, reiškiančiu, kad jos dalyviai turi pakankamai finansinių priemonių pasinaudoti rinkos suteikiamomis investavimo galimybėmis ir apsaugoti nuo rinkoje egzistuojančių grėsmių; (2) rinkos likvidumu, reiškiančiu, kad rinkos dalyviai turi galimybes nustatyti savo vertybinių popierių portfelio vertę ir atitinkamai valdyti savo investicijų riziką; (3) rinkos efektyvumu, leidžiančiu užtikrinti vertybinių popierių emitentų sąnaudų minimizavimą ir investuotojų grąžos maksimizavimą pasirinktam rizikos lygiui.

Kapitalo rinkų skirstymas į išsivysčiusias ar besivystančias paprastai remiasi tam tikrų įvertinamų rinkos funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių palyginimu. Ekonominėje literatūroje yra pateikiama įvairių kriterijų kapitalo rinkų išsivystymo lygiui nustatyti. Jie yra aptariami toliau.

Vienas dažniausiai tyrimuose naudojamų kriterijų, atspindinčių kapitalo rinkos išsivystymo lygį, yra jos *dydis*. Kapitalo rinkos dydis didina galimybes mobilizuoti kapitalą ir diversifikuoti riziką (Agrawal, 2001), todėl didelė kapitalo rinka laikoma išvystyta rinka. Kapitalo rinkos dydis paprastai matuojamas pasitelkiant rinkos kapitalizaciją ir išreiškiamas visų toje rinkoje prekiajamų vertybinių popierių vertės santykiu su šalies bendroju vidaus produktu (La Porta ir kt., 1997; Levine ir Zervos, 1998). Vis dėlto šis rodiklis gali pateikti klaidinantį rinkos išsivystymo lygio vaizdą. Pavyzdžiui, daugelio Europos šalių kapitalo rinkos, matuojamos šiuo rodikliu, yra mažos, tačiau vargu ar tai reiškia, kad Europos bendrovės sunkiai pasiekia išorinius finansavimo šaltinius (Fauver ir kt., 2000). Kiti su rinkos dydžiu susiję rodikliai yra pirminių ir antrinių viešų vertybinių popierių siūlymų prekiauti rinkoje skaičius ir

piniginė išraiška ar savo vertybiniais popieriais rinkoje prekiaujančių bendrovių skaičius (La Porta ir kt., 1997; Rajan ir Zingales, 2001).

Kitas kapitalo rinkos išsivystymo lygiui vertinti plačiai naudojamas kriterijus yra kapitalo rinkos *likvidumas* (Levine ir Zervos, 1998, Blommestein, 2003; Yartey, 2008). Būtina sąlyga rinkos likvidumui užtikrinti yra sklandus antrinės kapitalo rinkos funkcionavimas, kur investuotojas gali nuolat stebėti savo įgytų vertybinių popierių kainos pokyčius ir priimti bei įgyvendinti atitinkamus sprendimus. Dauguma besivystančių kapitalo rinkų yra nelikvidžios. Išsivysčiusiose rinkose svarbų vaidmenį atlieka instituciniai investuotojai, tačiau besivystančiose rinkose vietinių institucinių investuotojų veikla nėra pakankamai išvystyta (Demirguc–Kunt ir Levine, 1996). Rinkos likvidumui nustatyti gali būti taikoma daug metodų (Wyss, 2004; Goyenko ir kt., 2008), tačiau dažniausiai yra naudojami du matai, t. y. tam tikro laikotarpio vertybinių popierių apyvarta (angl. *turnover*) ir prekyautų vertybinių popierių vertė (angl. *value traded*) (Levine ir Zervos, 1998). Apyvartos dydis prilyginamas toje rinkoje parduotų ar pirktų vertybinių popierių vertės santykiui su visų rinkoje prekiaujamų vertybinių popierių verte. Prekiautų vertybinių popierių vertė prilyginama per tam tikrą laikotarpį prekyautų vertybinių popierių vertės santykiui su šalies bendroju vidaus produktu. Prekiautų vertybinių popierių vertė parodo prekybos santykį su šalies ekonomikos dydžiu, o apyvarta atspindi prekybos masto santykį su kapitalo rinkos dydžiu.

Be kapitalo rinkos dydžio ir likvidumo, jos išsivystymą parodo ir *vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumas* (Levine ir Zervos, 1998; Hassan, 2000). Vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumas parodo akcijų kainų indekso svyravimus ir yra matuojamas įvairiais rodikliais, pavyzdžiui, tokiais kaip akcijų rinkos indekso standartinis nuokrypis, investuotojų lūkesčių dėl vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumo indeksas ar vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumo dienų procentas (Ambrosio ir Kinniry, 2009). Didelis vertybinių popierių kainų kintamumas gali susilpninti sklandų kapitalo rinkos funkcionavimą ir neigiamai veikti ekonominius veiklos rezultatus. R. Mala (2007) teigia, kad didėjantis kintamumas gali būti traktuojamas kaip investicijų rizikos padidėjimas ir lemti lėšų perkėlimą į mažiau rizikingas investavimo formas. Dėl to bendrovėms gali išaugti kapitalo sąnaudos, o neigiami padariniai labiausiai paveiktų naujas bendroves, nes investuotojai labiau linkę investuoti į dideles gerai žinomas bendroves.

Kapitalo rinkų *integracijos* su kitomis pasaulio rinkomis laipsnis taip pat atspindi jų išsivystymo lygį (Levine ir Zervos, 1998; Korajczyk, 1996). Kapitalo rinkų integracijos laipsniui nustatyti naudojami įvairūs metodai, dažniausiai pagrįsti tam tikrų rinkos rodiklių koreliacijos įvertinimu (Adam ir kt., 2002; Boyle, 2009). Integruotose rinkose kapitalo srantai tarp šalių sulygina rizikos kainą. Jei kapitalo kontrolės ar kitos kliūtys trukdo kapitalo judėjimui,

tuomet rizikos kaina šalyse skiriasi. R. Korajczyk (1996) pažymi, kad besivystančiose rinkose segmentacija yra didesnė negu išsivysčiusiose rinkose. R. Agrawal (2000) teigia, kad finansinė integracija skatina šalių kapitalo rinkų vystymąsi, nors gali neigiamai veikti akcijų kainų rinkoje kintamumą ir kapitalo rinkos efektyvumą. Antra vertus, kai kurie autoriai (Masih ir Masih, 2002; Choudhry ir kt., 2007) teigia priešingai - pažymi, kad kapitalo rinkų vystymasis didina integracijos laipsnį tarp jų, ir taip sudaro prielaidas nuomonei, kad sąveika tarp kapitalo rinkų išsivystymo ir integracijos yra abipusė.

Šalies kapitalo rinkos išsivystymo lygis atskleidžiamas ir per santykį su bankų sektoriumi. Tyrimuose naudojami tokie rodikliai, kaip valstybės ir privataus verslo skolos santykis su bendruoju vidaus produktu, nefinansinėms bendrovėms išduotų paskolų dalis, palyginti su visa išduotų paskolų suma, ar nefinansinėms bendrovėms išduotų paskolų santykis su šalies bendruoju vidaus produktu (King ir Levine, 1993; Rajan ir Zingales, 1996a).

A. Demirgüç–Kunt ir R. Levine (1993) kapitalo rinkų išsivystymo nustatymo rodiklius skirsto į tris grupes: (1) tradicinės charakteristikos, tokios kaip rinkos kapitalizacija, apyvarta, savo vertybiniais popieriais viešai rinkoje prekiaujančių bendrovių skaičius ir pan.; (2) institucinės charakteristikos, apimančios teisinį reguliavimą, informacijos atskleidimo ir skaidrumo taisykles bei prekybos vertybinių popierių biržoje sąnaudas; ir (3) kainos nustatymo (angl. *asset pricing*) charakteristikos, apibūdinančios rinkos kainos nustatymo efektyvumą ir rinkos integracijos į tarptautines rinkas laipsnį.

Kapitalo rinkos išsivystymui vertinti naudojami kriterijai apibendrinti ir pateikti 2 lentelėje. Apibendrinant įvairių autorių moksliniuose tyrimuose dažniausiai naudojamus kriterijus kapitalo rinkų išsivystymo lygiui nustatyti, pažymėtina, kad šalies kapitalo rinkos išsivystymo lygio nustatymas yra problemiškas klausimas. Visų pirma nėra vieno ar kelių visuotinai pripažintų ir leidžiančių vienareikšmiai nustatyti kapitalo rinkos išsivystymo lygį rodiklių. Kiekvienas iš paminėtų rodiklių turi trūkumų ir neatspindi visų šalies kapitalo rinkos funkcionavimo aspektų. Antra, ne visi kapitalo rinkų išsivystymo nustatymo rodikliai gali būti kiekybiškai išmatuojami. Be to, net įvardinus kapitalo rinkų išsivystymo lygį atspindinčius rodiklius, kyla šių rodiklių reikšmių vertinimo klausimas, nes nėra aiški šių rodiklių reikšmių riba, atskirianti išsivysčiusias kapitalo rinkas nuo neišsivysčiusių. Atsižvelgiant į kapitalo rinkų išsivystymo lygiui įvertinti naudojamų rodiklių įvairovę ir jų reikšmių vertinimo neapibrėžtumą, minėtina, kad tik įvairių kapitalo rinkos funkcionavimą atskleidžiančių rodiklių visuma sudaro galimybes įvairiapusiškai įvertinti esamą šalių kapitalo rinkų būklę ir bandyti numatyti tų kapitalo rinkų vystymosi ateityje tendencijas.

## Kapitalo rinkos išsivystymo vertinimo kriterijai

KRITERIJAI	REIŠMĖ
<b>TRADICINIAI</b>	
<b>Kapitalo rinkos dydis</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- rinkos kapitalizacija;</li> <li>- savo vertybiniais popieriais rinkoje prekiaujančių bendrovių skaičius;</li> <li>- pirminių ir antrinių viešų vertybinių popierių siūlymų skaičius ir vertė ir kt.</li> </ul>	Kapitalo rinkos dydis didina galimybes mobilizuoti kapitalą ir diversifikuoti riziką, todėl didelė kapitalo rinka laikoma išvystyta rinka.
<b>Kapitalo rinkos likvidumas</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- vertybinių popierių apyvarta;</li> <li>- prekyautų vertybinių popierių vertė;</li> <li>- rinkoje sudarytų vertybinių popierių sandorių skaičius ir kt.</li> </ul>	Likvidi kapitalo rinka sudaro prielaidas bendrovėms turėti nuolatinį priėjimą prie išorinių finansavimo šaltinių išleidžiant naujas akcijas, o investuotojams lengvai atsisakyti savo investicijų, todėl rinkos likvidumas paprastai laikomas vienu iš jos išsivystymo lygį atspindinčių rodiklių.
<b>INSTITUCINIAI</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- informacijos atskleidimo ir skaidrumo reikalavimai;</li> <li>- atskaitomybės ir audito reikalavimai;</li> <li>- korporatyvinio valdymo principai;</li> <li>- prekybos vertybinių popierių biržoje taisyklės ir kt.</li> </ul>	Valstybės vykdomas teisinis kapitalo rinkų reguliavimas bei tinkamas vertybinių popierių biržų ir rinkos dalyvių reguliavimasis užtikrina sklandų kapitalo rinkų funkcionavimą bei įtvirtina pasitikėjimą kapitalo rinkomis, o tai yra viena reikšmingiausių išsivysčiusiomis laikomų kapitalo rinkų savybė.
<b>KAINOS NUSTATYMO</b>	
<b>Vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumas</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- akcijų rinkos indekso standartinis nuokrypis;</li> <li>- investuotojų lūkesčių dėl vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumo indeksas;</li> <li>- vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumo dienų procentas ir kt.</li> </ul>	Didelis vertybinių popierių kainų rinkoje kintamumas gali būti traktuojamas kaip investicijų rizikos padidėjimas ir lemti lėšų perkėlimą į mažiau rizikingas investavimo formas, todėl jis siejamas su mažiau išvystytais kapitalo rinkomis.
<b>Kapitalo rinkos integracija</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- rinkos indeksų koreliacija;</li> <li>- kapitalo srautų į kitas šalis apimtys;</li> <li>- tarptautinių jungimūsi ir įsigijimų skaičius;</li> <li>- turto diskonto normų konvergencijos lygis ir kt.</li> </ul>	Kapitalo rinkų integracija lemia rizikos kainos tarp šalių sulyginimą ir sudaro prielaidas efektyvesniam išteklių paskirstymui, o tai yra būdinga išvystytoms kapitalo rinkoms.

Šaltinis: sudaryta autorės (pagal Demirguc–Kunt ir R. Levine, 1993; Levine ir Zervos, 1998; Blommestein, 2003; Yartey, 2008; La Porta ir kt., 1997; Ambrosio ir Kinniry, 2009; Boyle, 2009, ir kt.)

Išanalizavus kapitalo rinkų išsivystymo įvertinimo kriterijus, pažymėtina, kad šalių kapitalo rinkos susiduria su įvairiais iššūkiais, nulemtais globalizacijos finansų sektoriuje ir nuolatinės aplinkos sąlygų kaitos. Siekis šioje aplinkoje sukurti sklandžiai funkcionuojančią kapitalo rinką yra sudėtingas uždavinys, keliantis prielaidų gerai funkcionuojančios kapitalo rinkos vystymuisi formavimo klausimą. Dauguma autorių, analizuodami kapitalo rinkų

vystymąsi, kaip pagrindinius jų plėtrai turinčius įtakos veiksnius, įvardija makroekonominis rodiklius, tokius kaip ekonominis augimas, tiesioginės užsienio investicijos, santaupos, darbo našumas, infliacija, bendrasis vidaus produktas ar valstybės biudžeto deficitas (Pekarskienė, 2001; Tvaronavičienė ir Michailova, 2006; Jasienė ir Paškevičius, 2010; Paškevičius ir Norkaitytė, 2011; Pal ir Mittal, 2011). Atsižvelgiant į pagrindinę kapitalo rinkos funkciją perskirstyti kapitalą, jos funkcionavimui užtikrinti turi egzistuoti tiek pakankamas laisvų lėšų, galimų skirti investicijoms, kiekis, tiek bendrovių papildomų lėšų reikalingų jų kapitalo formavimui ir tolesniam vystymuisi poreikis.

Vis dėlto vien šios prielaidos nėra pakankamas pagrindas kapitalo rinkos vystymuisi užtikrinti. Svarbiausia prielaida sėkmingam kapitalo rinkos funkcionavimui yra sukelti stimulą laisvomis lėšomis disponuojantiems asmenims jas skirti investicijoms. Tai gali būti įgyvendinta tik kapitalo rinkose egzistuojant pasitikėjimui, kuriam pasiekti ypatingą svarbą įgauna korporatyvinio valdymo klausimai.

### **1.3.3. Korporatyvinio valdymo poveikio kapitalo rinkoms vertinimas**

Korporatyvinis valdymas, sudarydamas prielaidas kapitalo rinkose kurti ir išlaikyti pasitikėjimą, taip pat prisideda prie šalies kapitalo rinkos plėtros. Ekonominė logika leidžia manyti, kad kapitalo rinkos turi būti labiau išvystytos šalyse, kuriose yra įtvirtintos stiprios korporatyvinio valdymo taisyklės, užtikrinančios investuotojų teisių apsaugą, todėl korporatyvinio valdymo poveikiui kapitalo rinkoms vertinti naudojami kapitalo rinkų išsivystymo lygį apibrėžiantys rodikliai.

Korporatyvinis valdymas, turėdamas įtakos bendrovių priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybėms ir jų finansiniams veiklos rezultatams, lemia spartesnę kapitalo rinkų vystymąsi (Haque, Arun ir Kirkpatrick, 2008). Geresnis korporatyvinis valdymas bendrovėje ne tik sumažina atstovavimo sąnaudas, bet taip pat padidina ir investuotojų optimizmą dėl ateities pinigų srautų ir augimo perspektyvų. Atstovavimo problema ir iš jos kylančios atstovavimo sąnaudos veikia bendrovių priėjimo prie finansavimo per nuosavybę galimybes ir kapitalo sąnaudas. Ji laikoma papildomu rizikos veiksniu, už kurį investuotojai reikalauja atitinkamos kompensacijos aukštesnės laukiamos grąžos išraiška. D. Lombardo ir M. Pagano (2002) bei W. Drobetz, A. Schillhofer ir H. Zimmermann (2004) pažymi, kad laukiama grąža kompensuoja investuotojams jų numatomas bendrovės stebėsenos ir audito sąnaudas bei kitas su bendrovės valdymo procesu susijusias ekspropriacijos formas. Tyrimai parodė, kad kapitalo kaštai yra aukštesni, o bendrovių vertė yra mažesnė šalyse, kuriose yra silpnos korporatyvinio valdymo taisyklės (Black ir kt., 2007; Bebchuk ir kt., 2004; Gompers ir kt. 2003; La Porta ir kt., 2000). Investuotojų pasitikėjimas ateities pinigų srautais mažina bendrovių kapitalo kaštus ir didina

priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybes, nes išorės investuotojai yra linkę suteikti didesnę finansavimą ir tikėtis mažesnės laukiamos grąžos, kai esant geresniam korporatyvinio valdymo lygiui bendrovėje jie turi didesnes garantijas dėl jų investicijų grąžos.

Atstovavimo sąnaudų sumažinimas taip pat lemia geresnius bendrovių veiklos ir investicinius rezultatus. Sumažėję kapitalo kaštai, investuotojų pasitikėjimas bei optimizmas dėl ateities pinigų srautų ir geresni veiklos rezultatai didina bendrovės vertę. Empirinių tyrimų rezultatai rodo, kad geresnis korporatyvinis valdymas lemia geresnę bendrovės valdymą, kapitalo paskirstymą, geresnius santykius su kitais suinteresuotais asmenimis, todėl gali pagerinti bendrovės veiklos rezultatus ir padidinti jos vertę (Chen ir kt., 2009; Gugler ir kt., 2004; Drobetz ir kt., 2004; Bauer ir kt., 2003). Kartu pažymėtina, kad ryšys tarp korporatyvinio valdymo kokybės ir bendrovės rinkos vertės yra netiesinis. E. Baker ir kt. (2007, 2009) nurodo, kad atsižvelgiant į korporatyvinio valdymo lygį aukščiausiai reitinguojamos bendrovės ir bendrovės aukščiausiai reitinguojamose šalyse turi reikšmingai geresnius rinkos vertinimus negu kitos bendrovės, bet tarp vidutiniškai ir žemai reitinguojamų bendrovių rinkos vertinimo skirtumas yra mažiau reikšmingas. Vadinasi, premija yra mokama už aukščiausiojo lygmens korporatyvinį valdymą tiek bendrovės, tiek šalies lygmeniu, bet ne už vidutinio lygmens korporatyvinį valdymą. Vis dėlto, S. Claessens (2003) nuomone, tarp korporatyvinio valdymo kokybės ir bendrovės veiklos rezultatų ryšys yra silpnesnis nei tarp korporatyvinio valdymo kokybės ir priėjimo prie išorinio finansavimo galimybių bei bendrovių vertės.

Korporatyvinio valdymo bendrovėje nulemtos didesnės bendrovių priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybės ir geresni jų finansiniai veiklos rezultatai mikro lygiu veikia šalies kapitalo rinkos plėtrą makro lygiu. Mokslinėje literatūroje, pažymint teigiamą ryšį tarp korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų vystymosi, nagrinėjami įvairūs šių institutų sąlyčio taškai, paprastai atspindintys tam tikrus rinkos funkcionavimą apibrėžiančius rodiklius, kurie yra pateikti 3 lentelėje ir aptariami toliau.

*Kapitalo rinkos dydis.* Korporatyvinis valdymas teigiamai veikia bendrovių vertę ir gerindamas bendrovių priėjimą prie išorinio finansavimo sudaro prielaidas vystyti šalies kapitalo rinkai. Bendrovės vertė rinkoje yra veikiama korporatyvinio valdymo nulemtų geresnių veiklos rezultatų ir investuotojų pasitikėjimo bendrovės vadovais, kad jų investuotas kapitalas ir iš jo uždirbtas pelnas nebus eksproprijuotas, lygio. Esant geresnei investuotojų apsaugai investuotojai bus linkę mokėti didesnę kainą už akcijas, tikėdami, kad didesnė bendrovės pelno dalis grįš jiems kaip palūkanos ar dividendai (La Porta ir kt., 2002). Didėjanti bendrovės vertė paprastai atsispindi jos akcijų kainos rinkoje augime, o tai savo ruožtu veikia ir kapitalo rinkos kapitalizacijos mastą.

Empirinių tyrimų rezultatai rodo, kad aukštesnė korporatyvinio valdymo kokybė mažina bendrovės kapitalo kaštus ir taip padidina bendrovės priėjimą prie išorinių finansavimo šaltinių (Claessens ir Yurtoglu, 2012; La Porta ir kt., 2000; Black ir kt., 2007; Bebchuk ir kt., 2004; Ashbaugh, Collins ir LaFond, 2004). Sprendimą steigti naują bendrovę ar pradėti pirminį vertybinių popierių viešą siūlymą veikia šalies suteikiamos teisinės apsaugos akcininkams lygis. Esant neužtikrintai investuotojų teisių apsaugai, bendrovė turėtų mokėti labai didelę kainą už kapitalą, taip pat būtų sunku sdominti asmenis, kad jie investuotojų į šią bendrovę. Šalyse, kuriose užtikrinta investuotojų apsauga, investuotojai turi galimybes tinkamai įvertinti viešai siūlomus vertybinius popierius ir yra labiau apsaugoti nuo blogo bendrovės valdymo grėsmės (Burhop ir kt., 2011). Tai rodo, kad šalyse, kuriose investuotojų teisių apsauga geresnė, bendrovės turi geresnę priėjimą prie išorinių finansavimo šaltinių ir tai atspindi savo vertybiniais popieriais rinkoje prekiaujančių bendrovių skaičius, taip pat pirminių akcijų viešų siūlymų skaičius ir mastas (Dodge, Karolyi and Stulz, 2011). Esant prastam korporatyviniam valdymui, o kartu ir neišsivysčiusioms finansų ir teisės sistemoms bei aukštai korupcijai šalyje, mažiau naujų įmonių pradeda veiklą, o veikiančių įmonių, ypač smulkiausių, augimo procentas yra žemas (Beck, Demirgüç–Kunt ir Maksimovic, 2002; Rajan ir Zingales, 1998). E. Fama ir R. French (2004) pabrėžia, kad tinkamų sąlygų pradedančioms prekiauti savo vertybiniais popieriais rinkoje bendrovėms sudarymas yra esminis kapitalo rinkų plėtros veiksnys.

*Kapitalo rinkos likvidumas.* Tinkamos investuotojų teisių apsaugos taisyklės bei jų laikymosi užtikrinimas skatina asmenis investuoti į bendroves ir didina kapitalo rinkų likvidumą (Chung ir kt., 2006; Tadesse, 2005; Dumitrescu, 2010; Loukil ir kt., 2010). Esant labiau apsaugotiems asmenų interesams, kad investavimo į bendrovę atveju bus apribotos jų įnešto turto eksproprijavimo galimybės, didėja bendrovių vertė ir susidaro prielaidos atsirasti didesniai asmenų, norinčių savo turimas lėšas skirti investicijoms į bendrovių kapitalą, skaičiui. Taip pat jau esami investuotojai yra skatinami skirti daugiau lėšų investicijoms į bendrovių kapitalą, o ne kitų formų investicijoms. Didesnis investuoti kapitalo rinkose norinčių asmenų skaičius ir didesnis investicijų į kapitalo rinkas mastas lemia kapitalo rinkų likvidumo didėjimą.

Kapitalo rinkų likvidumui didelę įtaką turi ir tai, kokia bendrovės akcijų dalimi yra laisvai prekiaujama biržoje. Kuo ši dalis yra didesnė, tuo aktyvesnė vyksta prekyba. Taigi, esant labiau išskaidytai bendrovių nuosavybės struktūrai, didėja kapitalo rinkų likvidumas (Berndt, 2000; Attig, 2003; Rosch ir Kaserer, 2010; Prasanna, 2011). R. La Porta ir kt. (1998), taip pat W. Emmons ir F. Schmid (1999) teigia, kad nuosavybės koncentracija bendrovėse yra atvirkščiai susijusi su investuotojų apsauga šalyse, tai yra smulkūs ir diversifikuoti akcininkai nėra reikšmingi šalyse, kurios neužtikrina jų teisių apsaugos. Antra vertus, S. Claessens (1995) teigia,

kad didelė nuosavybės koncentracija taip pat gali lemti aukštesnį korporatyvinio valdymo lygį bendrovėje, kai atstovavimo problemos švelninamos per dideles ir koncentruotas akcijų savininkų grupes, nes tai suteikia investuotojams stimulą ir galimybių gauti informaciją apie bendrovės veiklą, o kartu ir prižiūrėti bei kontroliuoti bendrovės vadovų oportunistinį elgesį siekiant bendrovės ilgalaikės vertės kūrimo (Shleifer ir Vishny, 1997; Claessens, 2003). Vis dėlto diskutuotina, ar stambusis akcininkas yra tinkama alternatyva investuotojų teisei apsaugai, nes smulkieji investuotojai nebus linkę investuoti į bendroves, kurios turi kontroliuojantį akcininką, jei nebus teisinės jų apsaugos, užkertančios galimybę kontroliuojančiam akcininkui piktnaudžiauti savo kontrole. Taigi, nors koncentruota nuosavybė ir sudaro sąlygas bei skatina stebėseną bendrovėse, tačiau ji silpnina kitus korporatyvinio valdymo mechanizmus ir gali sukelti bendrovėms papildomų sąnaudų (Berglof, Claessens, 2006).

Pripažindami teigiamą korporatyvinio valdymo įtaką kapitalo rinkų likvidumui, kai kurie autoriai pastebi grėsmę, kad kapitalo rinkos likvidumas gali neigiamai veikti patį korporatyvinį valdymą (Shubiri, 2010). Galėjimas lengvai parduoti turimus vertybinius popierius gali skatinti investuotojų trumparegiškumą ir silpninti investuotojų pastangas paveikti bendrovių valdymą (Bhide, 1994).

*Akcijų kainų rinkoje kintamumas.* Korporatyvinis valdymas lemia stabilesnius bendrovių veiklos rezultatus, nes tinkamas korporatyvinio valdymo taisyklių laikymasis užtikrina didesnę verslo saugumą ir mažesnes išorės bei valdymo rizikos grėsmes. L. Brown ir M. Caylor (2004) pažymi, kad silpnesnio korporatyvinio valdymo bendrovių akcijų kainų kintamumas yra didesnis negu stipraus korporatyvinio valdymo bendrovių. Tokius pačius rezultatus pateikia ir P. Rogers, K. Ribeiro su R. Securato (2008) ir kartu parodo, kad korporatyvinio valdymo patobulinimas bendrovėje mažina jos akcijų kainų kintamumą tiek ilguoju, tiek trumpuoju laikotarpiu. Be to, esant koncentruotai bendrovės nuosavybės struktūrai, jos akcijų kainų kintamumas yra didesnis negu tų bendrovių, kurių didžioji dalis akcijų yra valdoma individualių akcininkų (Ezazi ir kt., 2011).

Korporatyvinio valdymo svarba akcijų kainų kintamumui ypač pasireiškia finansinių sukrėtimų laikotarpiu, nes tuomet korporatyvinis valdymas turi reikšmingą vaidmenį apibrėžiant bendrovių vaidmenį smulkiųjų akcininkų eksproprijavimo atžvilgiu (Lemmon ir Lins, 2003). Ekonominiai sukrėtimai ir finansų krizės daro neigiamą įtaką bendrovių investavimo galimybėms, o tai sukelia kontroliuojančiųjų akcininkų stimulą eksproprijuoti smulkiuosius akcininkus (Lemmon ir Karl, 2001), todėl korporatyvinis valdymas tokiu laikotarpiu įgauna ypatingą svarbą. S. Johnson ir kt. (2000) parodė, kad prastas korporatyvinis valdymas buvo esminis veiksnys, apsunkinęs kapitalo rinkos nuosmukį per 1997 Rytų Azijos finansų krizę.

Silpnos investuotojų apsaugos šalyse gryniosios pinigų įplaukos jautriau reagavo į neigiamus įvykius ir padidėjo investuotojų turto eksproprijavimo rizika, o tai neigiamai veikė investuotojų pasitikėjimą ir šalys susidūrė su akcijų kainų nuosmukiu. Taigi, korporatyvinis valdymas, veikdamas bendrovių elgesį ekonominių sukrėtimų metu, gali prisidėti prie finansinio stabilumo pasaulyje užtikrinimo.

3 lentelė

*Korporatyvinio valdymo poveikio kapitalo rinkoms vertinimo rodikliai*

<b>Kapitalo rinkos rodikliai</b>	<b>Autoriai</b>
<b>Rinkos dydis</b>	Dodge, Karolyi and Stulz, 2011; La Porta ir kt., 2000; Claessens ir Yurtoglu, 2012; Black ir kt., 2007; Bebchuk ir kt., 2004; Beck ir kt., 2002; Beck, Demirgüç–Kunt ir Maksimovic, 2002; Rajan ir Zingales, 1998.
<b>Rinkos likvidumas</b>	Aspris ir Frino, 2015; Dumitrescu, 2010; Loukil, 2010; Chung ir kt., 2006; Tadesse, 2005.
<b>Akcijų kainų kintamumas</b>	Ezazi ir kt., 2011; Rogers, Ribeiro ir Securato, 2008; Brown ir Caylor, 2004; Johnson ir kt., 2000.
<b>Rinkų integruotumas</b>	Giofre, 2010; Alba ir kt., 2009; Adam ir kt., 2002; Licht, 1997.

Šaltinis: sudaryta autorės

*Kapitalo rinkų integruotumas.* Europos centrinis bankas (2007) pažymėjo, kad rinka yra visiškai integruota, kai visi potencialūs rinkos dalyviai tokioje rinkoje, pirma, yra saistomi vienodų taisyklių, kai nusprendžia prekiauti tomis pačiomis finansinėmis priemonėmis ar paslaugomis; antra, turi vienodą priėjimą prie šių finansinių priemonių ar paslaugų; trečia, yra traktuojami vienodai, kai jie veikia rinkoje. Kaip matyti iš šio Europos centrinio banko pateikto integracijos apibrėžimo, viena iš rinkų integracijos charakteristikų yra vienodos taisyklės visiems rinkos dalyviams, o tai pažymi ir vienodų korporatyvinio valdymo taisyklių svarbą atsižvelgiant į kapitalo rinkų integraciją. Integracijos procesas paprastai reikalauja nacionalinio reguliavimo tobulinimo, be kita ko, ir korporatyvinio valdymo, kad jis atitiktų pažangiąją praktiką regione, į kurią siekiama integruotis (Europos Komisija, 2002).

K. Adam ir kt. (2002) pažymi korporatyvinio valdymo svarbą kapitalo rinkų integracijai. Jis teigia, kad suprantamos korporatyvinio valdymo taisyklės leidžia investuotojams suvokti kitų šalių bendrovių valdymo ir kontrolės principus, o tai didina investuotojų pasitikėjimą tų šalių rinkomis, mažina kapitalo kaštus ir sudaro prielaidas bendrovėms turėti stabilesnius finansavimo šaltinius. Antra vertus, A. Licht (1997), nors ir teigia, kad korporatyvinis valdymas nėra pagrindinis kapitalo rinkų integraciją lemiantis veiksnys, vis dėlto pažymi, kad korporatyvinis

valdymas skatindamas šalių kapitalo rinkų plėtrą kartu sudaro prielaidas ir jų integracijai. Korporatyvinis valdymas, palengvindamas priėjimą prie išorinių finansavimo šaltinių, yra svarbus veiksnys pritraukiant užsienio portfelines investicijas. Šios investicijos yra labai jautrios informacijos barjerams, o korporatyvinis valdymas sumažina informacijos asimetriją (Giofre, 2010). Taigi, korporatyvinis valdymas yra svarbi prielaida naudoti globalios kapitalo rinkos teikiamas galimybes ir skatinti rinkų tarpusavio integruotumą.

Vienas svarbiausių mechanizmų siekiant kontroliuoti bendrovės valdymą yra rinka bendrovių kontrolei, kuri gali veikti trimis būdais: balsavimo įgaliojimų rinkimu, draugišku bendrovių jungimusi ir įsigijimu arba priešišku bendrovių perėmimu (Allen ir Gale, 2000). Jei bendrovė neišnaudoja visų savo augimo galimybių ar ignoruoja akcininkų interesus, bendrovės akcijų rinkos kaina krinta. Budrus investuotojas suvokia, kad akcijų kaina būtų aukštesnė, jei bendrovė būtų valdoma siekiant maksimizuoti akcininkų gražą (Posner, 2007), ir mato bendrovę kaip patrauklų perėmimo objektą. Po perėmimo jis sieks pagerinti bendrovės veiklos rezultatus pakeisdamas esamus vadovus. Ši grėsmė skatina vadovus veikti esamų akcininkų naudai. Taigi, vienas bendrovių jungimosi ir įsigijimo stimulų yra siekis pagerinti bendrovių valdymą (Stein, 2003). Stiprus korporatyvinis valdymas bendrovėje sumažina poreikį pakeisti bendrovės valdymą tam, kad pagerinti jos veiklos rezultatus, o kartu ir perimti bendrovę (Alba ir kt., 2009).

Kita vertus, S. Rossi ir P. Volpin (2003) pažymi, kad susijungimo ir įsigijimo rinka yra aktyvi tik tose šalyse, kuriose yra įtvirtinti aukšti korporatyvinio valdymo standartai. Šalyse, kuriose yra stipresnė investuotojų apsauga, susijungimo ir įsigijimo atvejų skaičius bei mokama premija yra daug aukštesni negu šalyse, kuriose investuotojų apsauga silpna. Vadinasi, tinkamo teisinio reguliavimo įmonių perėmimo procedūroms šalyje sukūrimas yra svarbus veiksnys korporatyvinio valdymo kokybei bendrovėse užtikrinti. Kai tokio reguliavimo nėra, net ir esant blogai valdomų bendrovių, kurios būtų patrauklus perėmimo objektas, rinka bendrovės kontrolei nebūtų veiksminga.

Nors paprastai yra pripažįstama korporatyvinio valdymo ir bendrovių susijungimo ir įsigijimo santykio svarba, vis dėlto kai kurie autoriai bendrovių perėmimą laiko nesvarbia korporatyvinio valdymo sritimi (Nottage, 2007) ir jį mato tik kaip paprastą stebėsenos mechanizmą esant blogam bendrovės valdymui (Coffe, 1984).

Taigi, korporatyvinio valdymo kokybė yra vienas esminių veiksnių, apibrėžiančių šalies investicijų klimata ir kapitalo rinkos augimo perspektyvas. Tinkamos korporatyvinio valdymo taisyklės sudaro prielaidas sklandžiai funkcionuoti kapitalo rinkai, o veiksminga kapitalo rinka savo ruožtu pritraukia daugiau investicijų. Tai atspindi rinkos dydis, likvidumas ir kiti jos išsivystymo lygio rodikliai. Apžvelgus mokslinėje literatūroje nagrinėjamus korporatyvinio

valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos taškus, pažymėtina, kad juose analizuojamas korporatyvinio valdymo ir atskirų kapitalo rinkų funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių ryšys, tačiau nėra kompleksiško požiūrio į šalies korporatyvinio valdymo lygmens poveikį jos kapitalo rinkai. Šiame skyriuje atskleistų korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos aspektų įvairovė kaip tik pagrindžia poreikį sukurti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio kapitalo rinkoms vertinimo metodiką, sudarančią prielaidas atlikti kompleksišką vertinimą.

Apibendrinant pirmojoje disertacijos dalyje pateiktas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveikos teorines prielaidas, pažymėtina, kad korporatyvinio valdymo sampratų ir teisės tradicijų suformuotų korporatyvinio valdymo modelių įvairovė sudaro sunkumų Europos Sąjungoje sukurti bendrą korporatyvinio valdymo reguliavimą, kad būtų užtikrintas bendros Europos Sąjungos kapitalo rinkos kūrimas. Šios problemos sprendimo paieškos lemia poreikį įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį kapitalo rinkoms. Kaip parodė mokslinės literatūros analizė, moksliniuose tyrimuose dažniausiai vertinamas korporatyvinio valdymo reguliavimo pokyčių poveikis atskiriems kapitalo rinkų funkcionavimo rodikliams, tačiau atskiri kapitalo rinkos rodikliai neleidžia kompleksiskai įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio šalies kapitalo rinkai. Be to, korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje yra viršnacionalinis reguliavimas, kuris veikia kapitalo rinkų funkcionavimą tik tuomet, kai yra perkeliamas į valstybių narių nacionalinius teisės aktus. Tai pagrindžia korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms, atsižvelgiant į valstybių narių skirtingumus, kompleksinių tyrimų tikslingumą ir poreikį sukurti metodiką, sudarančią prielaidas kompleksiskai įvertinti reguliavimo Europos Sąjungoje poveikį valstybių narių korporatyviniam valdymui ir korporatyvinio valdymo valstybėse narėse poveikį jų kapitalo rinkoms pasitelkiant atitinkamų kapitalo rinkos rodiklių rinkinį.

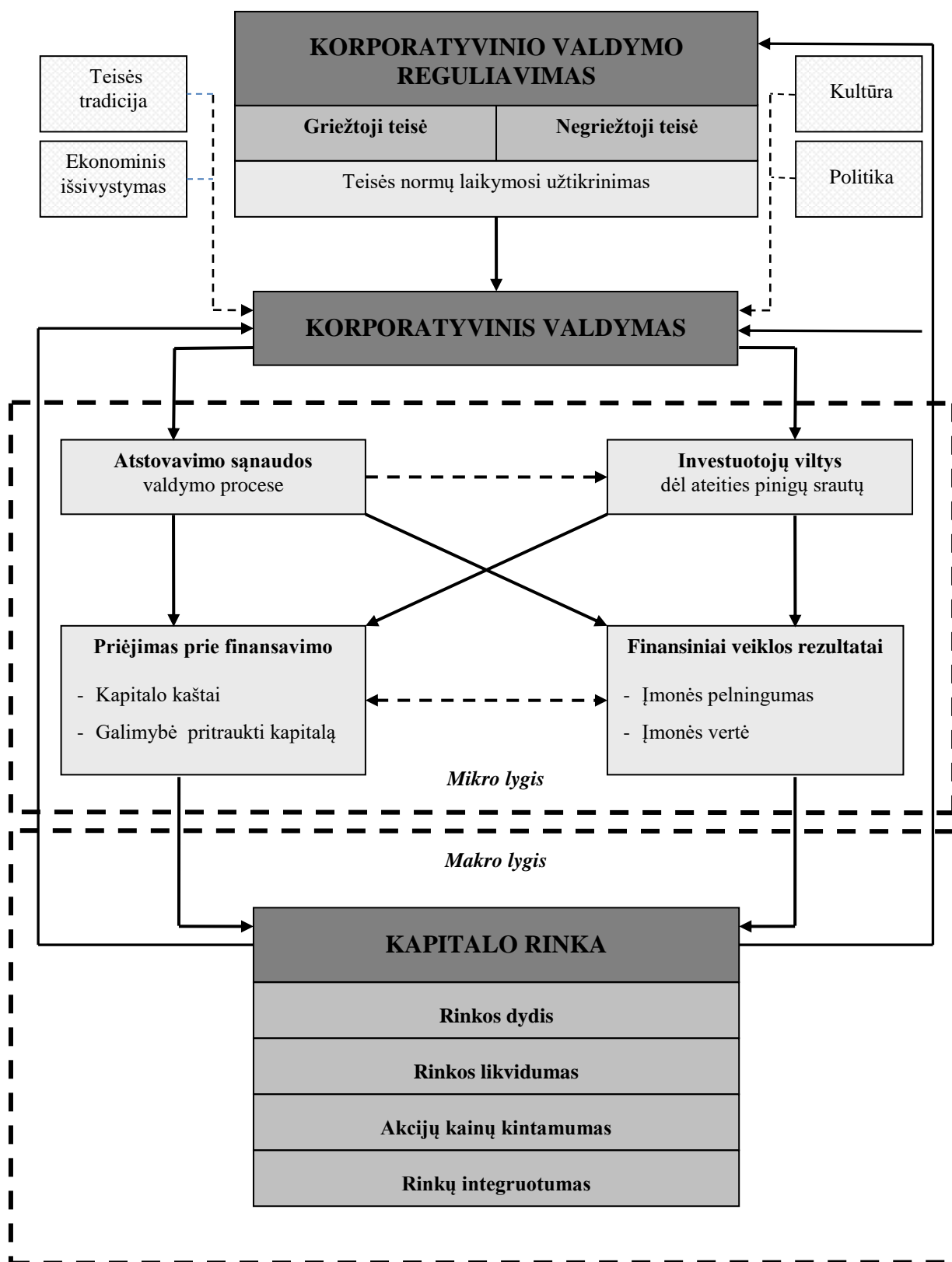
## **2. KORPORATYVINIO VALDYMO REGULIAVIMO EUROPOS SAJUNGOS LYGIU POVEIKIO KAPITALO RINKOMS VALSTYBĖSE NARĖSE VERTINIMO METODIKA**

Šioje disertacijos dalyje pateikiama korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinimo metodika. Pirmiausia pristatomas sudarytas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis, jo pritaikymo korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikiui kapitalo rinkoms vertinti prielaidos, loginė struktūra, pagrindžiamos keliamos tyrimo hipotezės ir tyrimo metodai, taip pat atskleidžiami tyrimo apribojimai.

### **2.1. Korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis**

Atskleidus pirmoje disertacijos dalyje pateiktas pagrindines teorines prielaidas, pagrindžiančias korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąsajas, taip pat korporatyvinio valdymo reformų svarbą, galima teigti, kad šios problematikos moksliniuose tyrimuose pasigendama korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio šalių kapitalo rinkoms kompleksinio vertinimo metodikos. Moksliniuose tyrimuose, analizuojančiuose korporatyvinio valdymo reformų poveikį šalių kapitalo rinkoms, paprastai pateikiamas korporatyvinio valdymo reformos poveikis atskiriems kapitalo rinkų funkcionavimą apibūdinantiems rodikliams. Vis dėlto vien tik atskirų kapitalo rinkų rodiklių pokyčių stebėjimas nesudaro galimybės kompleksškai įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio šalių kapitalo rinkoms. Siekiant tokio įvertinimo kompleksškumo, šioje disertacijoje, integruojant atskirus korporatyvinio valdymo ir jo poveikio finansų rinkoms mokslinių tyrimų aspektus, yra sudaromas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis (3 pav.), kuriame atskleidžiama korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveika. Atsižvelgiant į disertacijos 1.3.3 poskyryje pateiktas teorines korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveikos modeliavimo prielaidas, toliau šiame skyriuje pristatomos šio modelio struktūrinės dalys.

Korporatyvinio valdymo reguliavimu šalyse siekiama užtikrinti minimalių korporatyvinio valdymo reikalavimų laikymąsi bendrovėse, nes įtvirtintos korporatyvinio valdymo taisyklės veikia bendrovių korporatyvinio valdymo praktiką. Korporatyvinio valdymo taisyklės šalyse gali būti įtvirtinamos griežtosios teisės priemonėmis, kai valstybės institucijos priima atitinkamus teisės aktus, kurių bendrovės privalo laikytis, arba negriežtosios teisės priemonėmis, kai rinkos dalyviai, susibūrę į įvairias privačias ir nevyriausybinės organizacijas



3 pav. Korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Haque ir kt., 2008; Black ir kt., 2007; Bebchuk, Neeman, 2005; La Porta ir kt., 1998; Keefe, 2007; Licht ir kt., 2007; Bebchuk ir kt., 2004; Gompers ir kt. 2003; ir kt.

nustato tam tikras taisykles ir patys įsipareigoja jų laikytis. Kada reguliavimasis yra pakankama priemonė pokyčiams skatinti, o kada iškyla poreikis valstybės institucijoms įsikišti, priklauso nuo konkrečių aplinkybių šalyje ir reguliuojamajame sektoriuje. Kartu pažymėtina, kad siekiant korporatyvinio valdymo reguliavimo veiksmingumo yra svarbu ir užtikrinti nustatytų taisyklių laikymąsi.

Korporatyvinio valdymo reguliavimas veikia korporatyvinio valdymo lygį šalyje. Jis gali būti žemesnis, jei nėra pakankamai užtikrinta teisės aktų laikymosi kontrolė ir bendrovės tuo piktnaudžiauja, arba aukštesnis, jei bendrovės laikosi griežtesnių korporatyvinio valdymo taisyklių, negu įtvirtinta reguliavimo priemonėmis. Be to, korporatyvinį valdymą veikia ne tik šalyje įtvirtintas korporatyvinio valdymo reguliavimas, bet ir kiti toms šalims būdingi bruožai bei šalyse susiklosčiusios aplinkybės, todėl pažymėtina konteksto, kuriame formuojasi korporatyvinis valdymas šalyje, svarba.

Šalies teisės tradicija, ekonominis išsivystymas, politiniai veiksniai bei kultūra neatsiejamai veikia korporatyvinį valdymą šalyje. C. Doidge, A. Karolyi ir R. Stulz (2007) pažymi, kad šalį apibūdinantys kintamieji paaiškina 39–73 proc., o pačios bendrovės tik 4–22 proc. korporatyvinio valdymo skirtumų. Moksliniai tyrimai rodo, kad teisės tradicijų skirtumai yra reikšmingi aiškinant korporatyvinio valdymo skirtumus šalyse, nes investuotojams suteikiamas jų teisių apsaugos lygis priklauso nuo šalyje egzistuojančių taisyklių kilmės (La Porta ir kt., 1997; Djankov ir kt., 2008). Pritariant A. Licht ir kt. (2005, 2007) teiginiui, kad kultūros matmuo tam tikra apimtimi paaiškina investuotojų apsaugos lygmenis, išmatuotus R. La Porta ir kt. (1998), pažymėtina, kad giliai išsisknijusiais kultūriniais skirtumais galima paaiškinti korporatyvinio valdymo skirtumus šalyse. Bendras šalies ekonominio išsivystymo lygis ir politiniai sprendimai šalyje taip pat yra svarbūs veiksniai, darantys įtaką korporatyvinio valdymo raidai šalyje. Stipriau ekonomiškai išsivysčiusios ir atskaitingesnes politines sistemas turinčios šalys yra linkusios užtikrinti aukštesnį investuotojų apsaugos lygį šalyje (Bebchuk ir Neeman, 2005).

Korporatyvinio valdymo bendrovėje nulemtos didesnės bendrovių priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybės ir geresni jų finansiniai veiklos rezultatai mikro lygiu veikia šalies kapitalo rinkos plėtrą makro lygiu. Geresnis korporatyvinis valdymas bendrovėje ne tik sumažina atstovavimo sąnaudas, bet ir padidina investuotojų optimizmą dėl ateities pinigų srautų ir augimo perspektyvų. Atstovavimo problema ir iš jos kylančios atstovavimo sąnaudos veikia bendrovių priėjimo prie finansavimo per nuosavybę galimybes ir kapitalo kaštus. Investuotojų pasitikėjimas ateities pinigų srautais mažina bendrovių kapitalo kaštus ir didina priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybes, nes išorės investuotojai yra linkę suteikti

didesnį finansavimą ir tikėtis mažesnės laukiamos gražos, kai esant geresniam korporatyvinio valdymo lygiui bendrovėje jie turi didesnes garantijas dėl savo investicijų gražos.

Atstovavimo sąnaudų sumažinimas taip pat lemia geresnius bendrovių veiklos ir investicinius rezultatus. Sumažėję kapitalo kaštai, investuotojų pasitikėjimas bei optimizmas dėl ateities pinigų srautų ir geresni veiklos rezultatai didina bendrovės vertę. Empirinių tyrimų rezultatai rodo, kad geresnis korporatyvinis valdymas lemia geresnį bendrovės valdymą, kapitalo paskirstymą, geresnius santykius su kitais suinteresuotais asmenimis, todėl gali pagerinti bendrovės veiklos rezultatus ir padidinti jos vertę (Chen ir kt., 2009; Gugler ir kt., 2004; Drobetz ir kt., 2004; Bauer ir kt., 2003).

Korporatyvinis valdymas, veikdamas bendrovių priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybes ir jų finansinius veiklos rezultatus, lemia spartesnę kapitalo rinkų plėtrą (Haque, Arun ir Kirkpatrick, 2008). Didėjanti bendrovės vertė paprastai atsispindi jos akcijų rinkos kainos augime. Be to, ji sudaro prielaidas atsirasti didesniams asmenų, norinčių savo turimas lėšas skirti investicijoms į bendrovių kapitalą, skaičiui ir didesniams investicijų į kapitalo rinkas mastui, o tai lemia kapitalo rinkų augimą ir likvidumo didėjimą. Geresnės priėjimo prie finansavimo per nuosavybę galimybės skatina bendrovės prekiauti savo vertybiniais popieriais rinkoje, taip pat didinti savo akcijų pirminių ir antrinių viešų siūlymų skaičių ir mastą. Kartu pažymėtina, kad korporatyvinio valdymo taisyklių laikymasis užtikrina didesnę verslo saugumą ir mažesnes išorės bei valdymo rizikos grėsmes, o tai lemia stabilesnius bendrovių veiklos rezultatus ir mažina akcijų kainų kintamumą rinkoje. Be to, korporatyvinio valdymo taisyklės leidžia investuotojams suprasti kitų šalių bendrovių valdymo bei kontrolės principus ir didina investuotojų pasitikėjimą tų šalių rinkomis, o tai sudaro prielaidas kapitalo rinkų integruotumui.

Pabaigoje pažymėtina, kad korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveika yra abipusė. Bendrovės, laikydamosi aukštesnių korporatyvinio valdymo reikalavimų, padidina savo priėjimo prie finansavimo per nuosavybę galimybes ir pagerina savo veiklos rezultatus, taip prisidėdamos prie kapitalo rinkos plėtos. Kita vertus, kapitalo rinka, disciplinuodama bendrovių korporatyvinį valdymą, prisideda prie atstovavimo problemos bendrovėse mažinimo. Kapitalo rinka gali sukelti korporatyvinio reguliavimo pokyčių arba pati nustatyti tam tikras korporatyvinio valdymo taisykles, kurių bendrovės privalėtų laikytis, be to, kapitalo rinka gali netiesiogiai veikti bendrovių korporatyvinį valdymą per akcijų kainos nustatymo mechanizmus.

Remiantis pirmoje disertacijos dalyje pateiktomis teorinėmis korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveikos modeliavimo prielaidomis, šiame skyriuje pristatytas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis, paaiškintos ir pagrįstos struktūrinės šio modelio dalys. Toliau šioje dalyje nagrinėjamos korporatyvinio valdymo

reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelio pritaikymo korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinti galimybės.

## **2.2. Konceptualaus modelio transformavimas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikiui valstybių narių kapitalo rinkoms įvertinti**

Remiantis ankstesniame skyriuje pateiktomis korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelio apibrėžtomis metodologinėmis tyrimo prielaidomis, šiame skyriuje, atsižvelgiant į šios disertacijos tyrimo tikslą, konceptualus korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis pritaikomas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikiui kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinti, taip pat keliamos ir pagrindžiamos tyrimo hipotezės. Tai leis tikslingai ir kryptingai įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms.

Atsižvelgiant į disertacijos metodologines prielaidas primintina, kad disertacijoje tiriama problema, kaip korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu veikia valstybių narių kapitalo rinkas. Atsižvelgiant į šios problemos turinį ir metodologines tyrimo prielaidas, formuluojamas tyrimo tikslas – įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms. Nors korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis yra universalus, tačiau disertacijos tyrimas pasižymi specifiškumu, nes Europos Sąjungos lygmeniu korporatyvinio valdymo srityje nustatomas reguliavimas nėra taikomas tiesiogiai valstybėse narėse ir negali būti tiesiogiai vertinamas jo poveikis valstybių narių kapitalo rinkoms. Europos Sąjungos lygmeniu priimami sprendimai atitinkamais nacionaliniais teisėkūros sprendimais turi būti perkelti į valstybių narių teisės sistemas ir tik tuomet gali būti vertinamas jų poveikis valstybių narių kapitalo rinkoms. Kartu tai sukuria unikalią galimybę remiantis vienoda metodika įvertinti vienodo korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį skirtingoms valstybių narių kapitalo rinkoms, atsižvelgiant į reikšmingo skaičiaus šalių patirtį.

Tam, kad būtų pasiektas tyrimo tikslas ir įvertintas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikis valstybių narių kapitalo rinkoms, konceptualus korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis transformuojamas jį pritaikant korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikiui kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinti. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms vertinimo loginė struktūra apibrėžia Europos Sąjungos lygmeniu nustatomo korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį korporatyviniam valdymui

valstybėse narėse bei jų kapitalo rinkų funkcionavimui, atsižvelgiant į valstybių narių teisės tradicijų skirtumus (4 pav.).

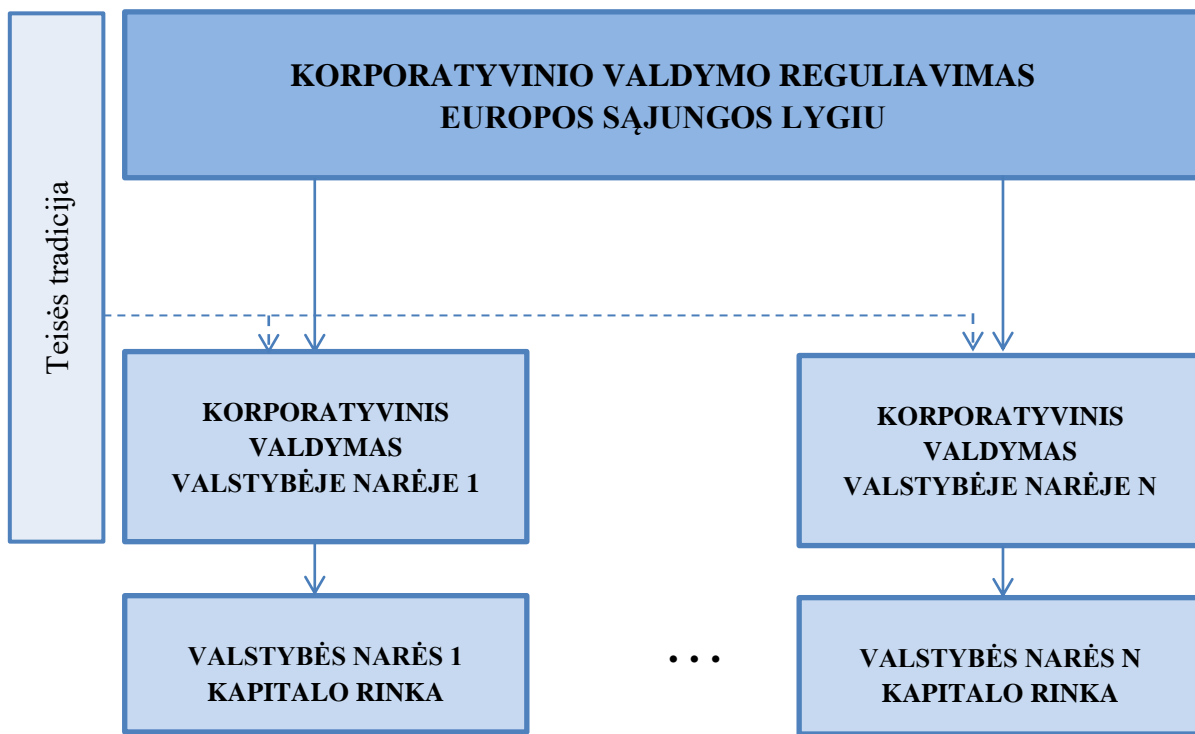
Korporatyvinio valdymo reguliavimu Europos Sąjungos lygmeniu siekiama užtikrinti vienodų korporatyvinio valdymo reikalavimų laikymąsi valstybėse narėse, nes įtvirtintos korporatyvinio valdymo taisyklės veikia korporatyvinio valdymo praktiką šalyse. Korporatyvinio valdymo taisyklės Europos Sąjungos lygmeniu yra įtvirtinamos įvairiais teisės aktais, kurie priskirtini griežtosios teisės priemonėmis, kai priimami atitinkami įpareigojantys teisės aktai, arba negriežtosios teisės priemonėmis, kai priimami rekomendacinio pobūdžio teisės aktai. Kada negriežtosios teisės priemonės yra pakankamos pokyčiams skatinti, o kada kyla poreikis įsikišti valstybės institucijoms, priklauso nuo konkrečių aplinkybių Europos Sąjungoje ir reguliuojamame sektoriuje.

Kaip jau minėta anksčiau, Europos Sąjungos lygmeniu priimamas reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje turi būti įgyvendinamas valstybių narių nacionalinėje teisėje. Taigi nacionalinėje teisėje įgyvendintos Europos Sąjungos lygmeniu priimtose taisyklės kartu su nacionaliniais teisėkūros sprendimais ir šalies institucinės aplinkos ypatumais formuoja korporatyvinį valdymą šalyje, o jis savo ruožtu turi poveikį tos šalies kapitalo rinkos vystymuisi.

Valstybėse narėse vykstantys procesai yra veikiami daugelio toms šalims būdingų institucinės aplinkos ypatumų, todėl taip pat pažymėtina konteksto, kuriame vyksta korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveika, svarba. Nors korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelyje išskirti įvairūs veiksniai, tokie kaip teisės tradicija, ekonominis išsivystymas, kultūra, politika, turintys įtakos korporatyviniam valdymui šalyje, disertacinio tyrimo apimtis neleidžia įvertinti jų visų, todėl disertacijoje yra pasirinkta vertinti vieną iš jų – šalies teisės tradiciją.

Atsižvelgiant į disertacijoje keliamos problemos turinį ir tyrimo tikslą – įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms – korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje pasekmės mikrolygiu šioje disertacijoje nėra tiriamos, ir korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms vertinimo loginė struktūra apima tik poveikį makrolygiu.

Korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelyje pažymėta, kad korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveika yra abipusė, tačiau šioje disertacijoje, atsižvelgiant į tyrimo tikslą įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, atliekamas vienakryptis vertinimas ir nėra vertinama kapitalo rinkų įtaka korporatyviniam valdymui valstybėse narėse ir korporatyvinio valdymo reguliavimui Europos Sąjungos lygmeniu.



*4 pav. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo loginė struktūra*

Remiantis pirmojoje disertacijos dalyje atlikta mokslinės literatūros analize bei laikantis sudaryto korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelio metodologinių prielaidų, šiame skyriuje formuluojamos ir pagrindžiamos disertacijos tyrimo hipotezės.

Europos Sąjunga jungia šalis, turinčias iš esmės skirtingas korporatyvinio valdymo taisykles, kurios pagal savo pagrindines savybes gali būti priskirtos prie anglosaksų (Jungtinė Karalystė, Airija) arba civilinės teisės (visos kitos valstybės narės) korporatyvinio valdymo modelių. T. Beck ir R. Levine (2003) teigia, kad šalyse, kuriose teisės sistema užtikrina privačios nuosavybės teisių įgyvendinimą ir apsaugo investuotojų teises, asmenys noriau skiria savo lėšas investicijoms į įmones, taip skatindami kapitalo rinkų plėtrą. Daugelis autorių (pvz., La Porta ir kt., 2008; Reynolds ir Flores, 1989) pažymi, kad teisės tradicijos formuoja konkrečias investuotojų teises ir apsaugą atsižvelgiant į santykį su bendrove bei apibrėžia teisės taikymo užtikrinimo mechanizmus, todėl teisės tradicija yra vienas svarbiausių korporatyvinio valdymo turinį veikiančių veiksnių ir jo vystymosi raidą kiekvienoje šalyje. Moksliniai tyrimai rodo, kad anglosaksų teisės tradicijos šalyse yra labiausiai užtikrinta investuotojų teisių apsauga (Djankov ir kt., 2008), o tai siejasi ir su tose šalyse labiau išvystytais kapitalo rinkomis (La Porta ir kt., 1997). Civilinės teisės tradicijos šalys pasižymi tiek silpna investuotojų apsauga,

ties mažai išvystytomis kapitalo rinkomis, palyginti su anglosaksų teisės tradicijos šalimis (La Porta ir kt., 1997; Djankov ir kt., 2008).

Formuojant korporatyvinio valdymo politiką Europos Sąjungoje ieškoma labiausiai Europos Sąjungos poreikius atitinkančio sprendimo, sudarančio prielaidas konkurencingų, stabilių ir patikimų valstybių narių kapitalo rinkų plėtrai ir bendros Europos kapitalo rinkos kūrimui. Kaip pažymėta disertacijos 1.2.2 poskyryje, korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje turinio analizė leidžia teigti, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu vyksta labiau anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio negu civilinės teisės korporatyvinio valdymo modelio kryptimi. Atsižvelgiant į tai, daroma prielaida, kad Europos Sąjungos lygmeniu priimami sprendimai dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo turėtų skatinti ir valstybių narių korporatyvinio valdymo vystymąsi įgyjant anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui būdingų savybių, ir formuluojama H1 hipotezė:

**H1:** *Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu kreipia valstybių narių korporatyvinį valdymą anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi.*

Nors kapitalo rinkų plėtra priklauso nuo daugelio veiksnių, pirmiausia nuo šalies makroekonominės aplinkos, tinkamos korporatyvinio valdymo taisyklės šalyje taip pat yra svarbi prielaida sėkmingam jos kapitalo rinkos funkcionavimui ir plėtrai. Tyrimų rezultatai rodo, kad korporatyvinis valdymas, teigiamai veikdamas bendrovių priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybes ir jų finansinius veiklos rezultatus, skatina kapitalo rinkų vystymąsi (Rathinam ir Raja, 2010; Pagano, 2004; Claessens, 2003; Gilson, 2000; Johnson ir kt., 2000). Korporatyvinio valdymo reformos, kuriomis siekiama sustiprinti investuotojų apsaugą, pagerina kapitalo pasiskirstymą ir lemia didesnę šalių kapitalo rinkų plėtrą (Himmelberg, Hubbard, Love, 2004). Tai patvirtina ir empiriniai tyrimai, analizuojantys korporatyvinio valdymo reformų šalyse pasekmes (pvz.: Atanasov ir kt., 2006; Black ir Khanna, 2007; Beltratti ir Bortolotti, 2007). G. Geller (2010) tyrimo rezultatai atskleidžia, kad investuotojų apsaugos lygis besivystančiose kapitalo rinkose yra svarbesnis jos tolesnei plėtrai negu išsivysčiusiose. Pateikti mokslinių tyrimų rezultatai leidžia daryti prielaidą, kad patobulintas korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu turėtų lemti teigiamus pokyčius visų valstybių narių kapitalo rinkų vystymuisi, tačiau labiausiai turėtų paveikti mažas kapitalo rinkas. Atsižvelgiant į pateiktą mokslinių tyrimų rezultatus, formuluojama H2 hipotezė:

**H2:** *Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu teigiamas poveikis mažų kapitalo rinkų funkcionavimui yra didesnis nei didelių kapitalo rinkų.*

Atsižvelgiant į tai, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje vyksta anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi, jis neturėtų reikšmingai veikti anglosaksų teisės tradicijas turinčių valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo, nes Europos

Sjungos lygmeniu priimami sprendimai dėl korporatyvinio valdymo savo turiniu nesiskirtę nuo šiose šalyse galiojančio reguliavimo. Civilinės teisės tradiciją turinčių valstybių narių kapitalo rinkos turėtų vystytis sparčiau negu anglosaksų teisės tradicijas turinčių valstybių narių dėl šalyse įtvirtinamų aukštesnių korporatyvinio valdymo reikalavimų, ir tuo remiantis yra formuluojama H3 hipotezė:

*H3: Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu teigiamas poveikis kapitalo rinkų funkcionavimui civilinės teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse yra didesnis nei anglosaksų teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse.*

Taigi, visos šios hipotezės yra formuluojamos laikantis sudaryto korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelio metodologinių prielaidų. Siekiant patikrinti šias hipotezes, yra tikslinga apibrėžti esmines tyrimo metodines nuostatas, pateikiamas kitame skyriuje.

### **2.3. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodika**

Siekiant įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms pagal ankstesniame skyriuje pateiktą korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo loginę struktūrą ir patvirtinti arba paneigti iškeltas hipotezes, šiame skyriuje pateikiama korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodika.

Disertacijos pirmojoje dalyje atlikta mokslinės literatūros analizė leidžia pritarti N. Brennan ir J. Solomon (2008) nuomonei, kad korporatyvinio valdymo klausimus nagrinėjantys tyrimai paprastai pasižymi tradiciniu kiekybiniu požiūriu į nagrinėjamas problemas ir neapima konteksto, globalizacijos ar kaitos per tam tikrą laiką aspektų, todėl korporatyvinio valdymo tyrimuose yra skatintina nuo kiekybinių tyrimo metodų pereiti prie kokybinių. Pastarųjų korporatyvinio valdymo tyrimų problema, kurią pastebi B. Black ir kt. (2013), yra tai, kad tokie tyrimai atliekami pagal dvi strategijas: vienos šalies tyrimai (gilūs ir siauri tyrimai) ir daugelio šalių daugelio įmonių tyrimai (platūs daugiašaliai tyrimai). Pagrindinis gilių ir siaurų tyrimų trūkumas yra riboti pavyzdžių kiekiai, neleidžiantys daryti apibendrinamų išvadų, o platūs daugiašaliai tyrimai, nors ir tokio trūkumo neturi, bet yra per daug paviršutiniški, neįvertinantys šalių ypatumų. Dėl tokių priežasčių, rengiant šią disertaciją ir siekiant įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, yra sukurta metodika, sudaranti prielaidas apibendrinamųjų išvadų galimybei, tačiau kartu leidžianti ir įvertinti valstybių narių ypatumus, ir jungianti tiek kokybinius, tiek kiekybinius tyrimo

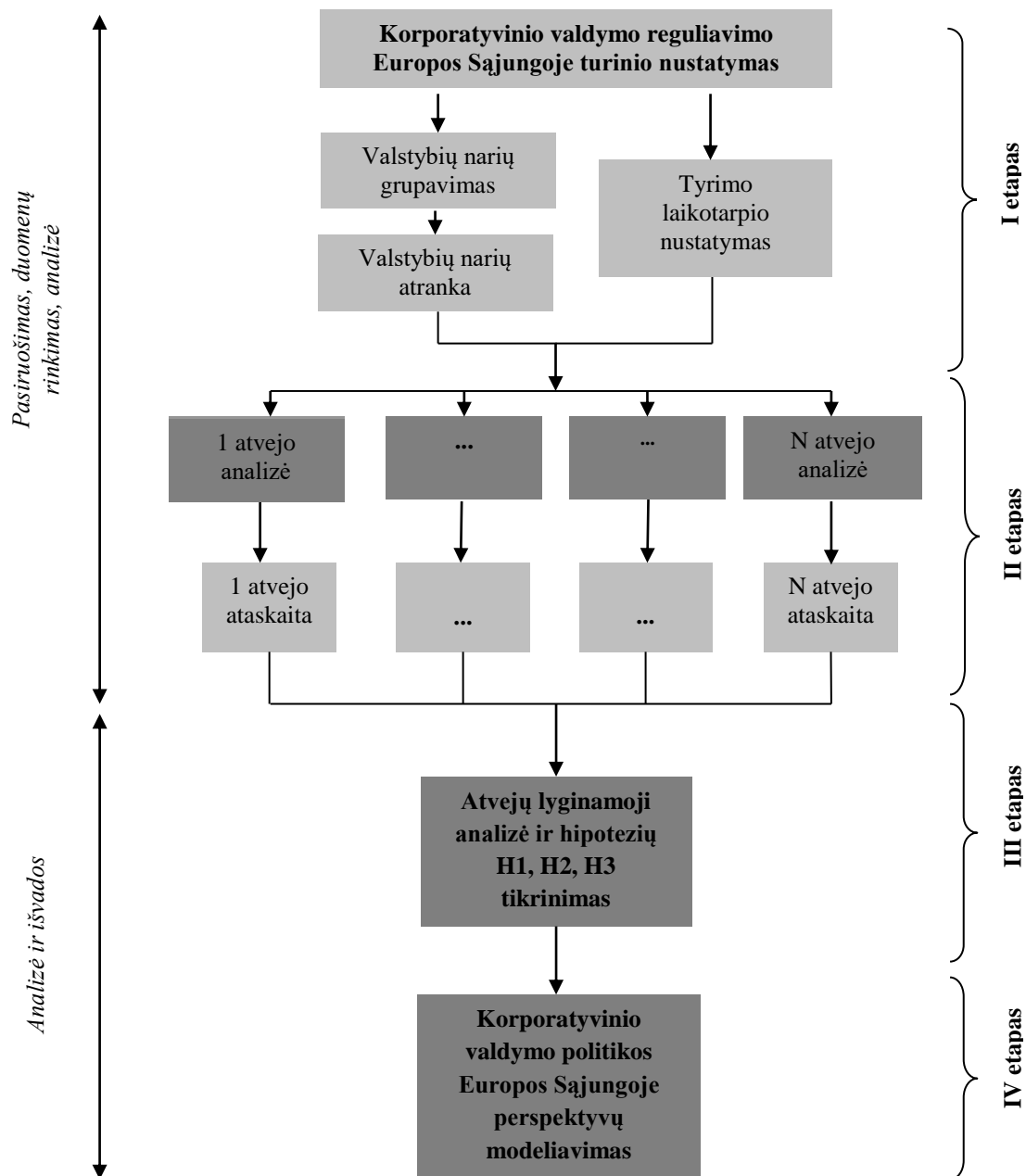
metodus. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms tyrimo loginė schema pateikiama 5 paveiksle.

Pirmajame korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms tyrimo loginėje schemoje nurodytame etape yra apibrėžiamas korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu turinys, tyrimo laikotarpis, grupuojamos valstybės narės pagal pasirinktą kriterijų ir atliekama tyrime nagrinėtinų valstybių narių atranka.

*Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje turinio nustatymas.* Siekiant apibrėžti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje turinį, pažymėtina, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje yra horizontaliojo pobūdžio. Europos Sąjungoje nėra vieno teisės akto, reguliuojančio visus korporatyvinio valdymo klausimus. Korporatyvinį valdymą reguliuojančios nuostatos yra įtvirtintos įvairiuose bendrovių teisę, vertybinių popierių teisę bei finansų rinkų reguliavimą apibrėžiančiuose teisės aktuose, todėl disertacijoje tyrimui yra sudaromas Europos Sąjungos lygmeniu priimtų teisės aktų korporatyvinio valdymo srityje sąrašas (2 priedas), apimantis griežtosios ir negriežtosios teisės reguliavimo priemonės. Minėti teisės aktai apibrėžia šioje disertacijoje atliekamo tyrimo korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu turinį.

*Tyrimo laikotarpio nustatymas.* Pradinis tyrimo atskaitos taškas yra 2004 metai. Jie pasirinkti atsižvelgiant į tai, kad 2004 m. gegužės 1 d. įvyko Europos Sąjungos plėtra, kurios metu į ją įsijungė dešimt naujų valstybių narių, tarp jų ir tyrime nagrinėjamos Lenkija ir Lietuva. Kita priežastis, lėmusi šio atskaitos taško pasirinkimą, yra tuo laikotarpiu suintensyvėjęs korporatyvinio valdymo Europos Sąjungos lygmeniu reguliavimas, leidžiantis nuo 2004 metų jau pradėti matyti jo poveikio kapitalo rinkoms rezultatus. Didžioji dalis teisės aktų buvo priimti iki 2009 metų, todėl, įvertinus paprastai jiems perkelti į nacionalinę teisę suteikiamą 18 mėnesių laikotarpį, kaip galutinis tyrimo taškas pasirinkti 2011 metai.

Atsižvelgiant į ekonomikos cikliškumą ir tyrimo laikotarpiu pasaulį apėmusią ekonomikos krizę, kapitalo rinkų funkcionavimo tyrimo laikotarpis yra suskaidytas į dvi stadijas: augimo ir nuosmukio (6 pav.). Kiekvienos šalies atskiriems kapitalo rinkos rodikliams šios stadijos yra skirtingos. Augimo stadija apima laikotarpį nuo tyrimo atskaitos taško iki tų metų, kuriais buvo užfiksuota aukščiausia pasirinkto rodiklio reikšmė. Nuosmukio stadija apima laikotarpį nuo metų, kuriais buvo užfiksuota aukščiausia pasirinkto rodiklio reikšmė, iki metų, kuriais buvo užfiksuota žemiausia pasirinkto rodiklio reikšmė.



5 pav. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms vertinimo tyrimo loginė schema

Šaltinis: sudaryta autorės pagal „COSMOS Corporation“ medžiagą (cit. pagal Teiu ir Juravle, 2011)



*Valstybių narių grupavimas ir atranka.* Siekiant atrinkti tyrime nagrinėtinas valstybes nares, visos Europos Sąjungos valstybės narės yra grupuojamos pagal jų teisės tradiciją. Europos Sąjungos valstybės narės pagal teisės tradiciją yra skirstomos į anglosaksų ir civilinės teisės tradicijų grupes. Civilinės teisės tradicija pasižymi formų įvairove, todėl siekiant sudaryti galimybę giliau interpretuoti tyrimo rezultatus ir atsižvelgiant į kai kurių autorių civilinės teisės tradicijos valstybių narių skirstymą į pogrupius (pvz., La Porta ir kt., 1997), civilinės teisės tradicijos šalys dar skirstomos į germanų, romanų ir postsocialistinių pogrupius. Šiuo pagrindu tyrime yra nustatomos keturios valstybių narių grupės, atspindinčios anglosaksų ir civilinės, apimančios germanų, romanų ir postsocialistinę teisę, teisės tradicijas.

Kiekvienoje valstybių narių grupėje papildomai yra vertinamas valstybių narių kapitalo rinkų dydis. Kapitalo rinkos dydžio vertinimui pasirinktas rinkos kapitalizacijos rodiklis, kaip atspindintis konkrečios šalies vertybinių popierių rinkoje viešai prekiaujamų vertybinių popierių kiekį ir vertę. Atsižvelgiant į tai, kad tyrimo laikotarpio pradžia yra 2004 metai, šių metų duomenys naudoti valstybių narių kapitalo rinkų dydžiui nustatyti (3 priedas).

Siekiant tyrimui atrinkti tinkamas Europos Sąjungos valstybes nares, visos jos suskirstytos pagal jų teisės tradiciją ir kapitalo rinkos dydį (4 lentelė). Kiekvienai teisės tradicijai priskirtinos valstybės narės išdėstytos jų kapitalo rinkos dydžio mažėjimo tvarka. Kaip matyti iš 4 lentelėje pateiktų duomenų, didžiausias kapitalo rinkas tarp atskirų teisės tradicijos grupių turi Jungtinė Karalystė, Prancūzija, Vokietija ir Lenkija, kurioms atitinkamai yra būdinga anglosaksų, romanų, germanų ir postsocialistinė civilinės teisės tradicija. Šios visos valstybės narės tyrimui pasirinktos kaip reprezentuojančios dideles kiekvienos teisės tradicijos grupės kapitalo rinkas. Mažos kapitalo rinkos tyrimui atrinktos vertinant ne vien jų rinkos kapitalizacijos reikšmes, bet ir įvertinus papildomas aplinkybes, siekiant, kad pasirinkta valstybė narė kuo tiksliau atspindėtų tam tikros teisės tradicijos savybes. Kaip mažos kapitalo rinkos pasirinktos kiekvienos teisės tradicijos mažiausią rinkos kapitalizaciją turinčios kapitalo rinkos, įvertinus, ar nėra tam tikrų objektyvių priežasčių, dėl kurių ta rinka būtų netinkama tyrimui.

Atsižvelgiant į tai, kad anglosaksų teisės tradiciją turinčios valstybės narės Europos Sąjungoje yra tik dvi, tai yra Jungtinė Karalystė ir Airija, anglosaksų teisės tradicijos maža kapitalo rinka tyrimui pasirinkta Airija. Germanų teisės tradicijos maža kapitalo rinka, kaip atrankos laikotarpiu turėjusi mažiausią rinkos kapitalizaciją, pasirinkta Austrija. Romanų teisės tradicijos maža kapitalo rinka, nors ir nepasižymėjusi mažiausiu rinkos kapitalizacijos dydžiu nustatytu laikotarpiu, pasirinkta Portugalija. Malta ir Kipras atrankos laikotarpiu turėjo mažesnes rinkos kapitalizacijos reikšmes, tačiau atsižvelgiant į tai, kad jos įstojo į Europos Sąjungą 2004 metais ir 2008 metais įsivedė eurą, o tai vertintina kaip papildomi reikšmingai

*Europos Sąjungos valstybių narių grupavimas  
pagal teisės tradiciją ir kapitalo rinkos dydį*

KAPITALO RINKOS DYDIS	<b>TEISĖS TRADICIJA</b>			
	ANGLOSAKSŲ	CIVILINĖS TEISĖS		
		Germanų	Romanų	Postsocialistinė
<b>DIDELĖ*</b>	1. Jungtinė Karalystė	1. Vokietija	1. Prancūzija	1. Lenkija
	2. Airija	2. Švedija	2. Ispanija	2. Čekija
<b>MAŽA</b>		3. Suomija	3. Italija	3. Vengrija
		4. Danija	4. Belgija	4. Slovėnija
		5. Austrija	5. Graikija	5. Lietuva
			6. Portugalija	6. Estija
			7. Liuksemburgas	7. Slovakija
			8. Kipras	8. Latvija
			9. Malta	
<p>*Pastaba: Valstybės narės pateiktos kiekvienoje grupėje pagal jų kapitalo rinkos dydį nuo didžiausios iki mažiausios, atsižvelgiant į jų rinkos kapitalizacijos dydį 2004 m.</p> <p> - tyrimui atrinktos didelės kapitalo rinkos</p> <p> - tyrimui atrinktos mažos kapitalo rinkos</p>				

veikiantys jų kapitalo rinkų funkcionavimą veiksniai, jos nėra laikytinos tinkamomis atspindėti romanų teisės tradicijos pogrūpį. Kita iš romanų teisės tradicijos eliminuota kapitalo rinka, kurios rinkos kapitalizacija nustatytu laikotarpiu buvo mažesnė negu Portugalijos, yra Liuksemburgas, nes šios šalies teisės tradicija, nors ir paprastai yra priskiriama prie romanų, tačiau istoriškai buvo stipriai veikiama germanų teisės ir dėl to turi daug germanų teisės tradicijai būdingų bruožų. Iš postsocialistinę teisės tradiciją turinčių valstybių narių kaip mažą kapitalo rinką turinti šalis pasirinkta Lietuva, nors Estija, Latvija ir Slovakija atrankos laikotarpiu turėjo mažesnes rinkos kapitalizacijos reikšmes. Toks sprendimas priimtas atsižvelgiant į tai, kad Slovakija ir Estija tyrimo laikotarpiu prisijungė prie euro zonos (Slovakija – 2009 metais, Estija – 2011 metais) ir šis įvykis laikytinas svarbiu papildomu veiksmu, veikiančiu jų kapitalo rinkos funkcionavimą tyrimo laikotarpiu. Vertinant Latvijos ir Lietuvos

tinkamumą būti postsocialistinės teisės tradicijos mažą kapitalo rinką atspindinčiu atveju, atsižvelgiant į Lietuvos istorinio bendrumo nulemtą teisės tradicijos panašumą su Lenkija, Lietuvai suteiktas prioritetas prieš Latviją.

Antrajame korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms tyrimo loginėje schemoje nurodytame etape yra atliekama pasirinktų nagrinėti valstybių narių, kaip atskirų atvejų, analizė pagal disertacijos 2.4.1 poskyryje nurodytą visiems atvejams vienodą struktūrą, ir šios analizės rezultatai pateikiami aptariant kiekvieną atvejį atskirai.

Trečiajame korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms tyrimo loginėje schemoje nurodytame etape atliekama atvejų lyginamoji analizė, kurios pagrindu yra tikrinamos tyrimo hipotezės.

Ketvirtajame korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms tyrimo loginėje schemoje nurodytame etape, atsižvelgiant į tyrimo rezultatus, yra modeliuojamos tolesnės korporatyvinio valdymo politikos formavimo Europos Sąjungoje perspektyvos.

Atsižvelgiant į šiame skyriuje pristatytą korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodiką, tolesniame skyriuje yra pateikiami ir pagrindžiami šiam vertinimui atlikti pasirinkti metodai.

## **2.4. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodai**

Ankstesniame disertacijos skyriuje nurodytos korporatyvinio valdymo tyrimų ribotumų problemos ir tai, kad korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio kapitalo rinkoms vertinimas yra tarpdisciplininis tyrimas, apimantis ir teisinės, ir ekonominės aplinkos šalyse analizę ir vertinimą, kur svarbus yra reiškinio kontekstas, leidžia teigti, kad kiekybiniai tyrimo metodai dėl savo ribotumų neleidžia išsamiai atlikti tokio tyrimo. Atsižvelgiant į tai, disertacijoje tyrimui atlikti ir iškeltoms hipotezėms patvirtinti arba paneigti pasitelktas toliau pristatytų kokybinių ir kiekybinių tyrimo metodų derinys.

### **2.4.1. Atvejo analizė**

Atvejo analize vadinamas empirinis tyrimas, giliai nagrinėjantis šiuo metu vykstantį reiškinį jo realiame kontekste, ypač kai ribos tarp reiškinio ir konteksto nėra aiškios (Yin, 2009). Šiuo metodu siekiama atskleisti sprendimą ar sprendimų rinkinį ir atsakyti į klausimus, kodėl jie buvo priimti, kaip jie buvo įgyvendinti ir kokios yra jų pasekmės. Tam pritaria ir A. George su

A. Bennett (2004), kurie atvejo analizės metodą charakterizuoja kaip „proceso atsekimą“. Nors atvejo analizės metodas dažnai yra vertinamas prieštarigai, jis yra plačiai taikomas socialiniuose moksluose, pavyzdžiui, teisėje (Christians, 2010), politikos moksluose (George ir Bennett; 2004, Gerring, 2004), sociologijoje (Grassel ir Schirmer, 2006) ar ekonomikoje (Graebner ir Eisenhardt, 2004).

Atvejo analizės metodas pasižymi tokiomis savybėmis, kurios sudaro prielaidas išsamiausiai įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikį jos valstybių narių kapitalo rinkoms. Visų pirma atvejo analizės metodas sudaro galimybes reiškinių nagrinėti atsižvelgiant į aplinkybes, kuriomis jis vyksta, ypač kai ribos tarp paties reiškinių ir jo konteksto nėra aiškios (Yin, 2009). Antra, atvejo analizėje naudojami ir kokybiniai, ir kiekybiniai duomenų šaltiniai bei analizės metodai, kas leidžia paaiškinti tiek paties reiškinių procesą, tiek jo pasekmes (Tellis, 1997). Nors kiekybiniai duomenys yra efektyvesni, tačiau gali būti praleistos konteksto detalės. Kokybiniai duomenys suteikia galimybę išsamiau pažvelgti į analizuojamą reiškinį, tačiau jiems rinkti ir analizuoti reikia daugiau laiko, o jų analizės rezultatai yra sunkiau apibendrinami. Šioje disertacijoje analizuojant konkrečius atvejus yra taikoma kiekybinių ir kokybinių tyrimo metodų, tokių kaip leksimetrikos, statistinės duomenų analizės, ekspertų apklausos, teisės aktų analizės, derinys. Galiausiai atvejo analizės metodas tinka kompleksiniams socialiniams reiškiniams analizuoti ir leidžia paaiškinti situacijos kompleksiskumą, kuris negali būti užfiksuotas taikant kitus tyrimo metodus (Zaidah, 2007). Taigi, šis metodas leidžia siekiant disertacijos tyrimo tikslo atlikti ir teisinį, ir ekonominį konkretaus atvejo vertinimą.

Šioje disertacijoje atvejis suprantamas kaip atskira Europos Sąjungos valstybė narė. Kiekviena atvejui priskirta valstybė narė yra analizuojama trimis pjūviais, apimančiais, pirma, šalies institucinės aplinkos identifikavimą, antra, šalies korporatyvinio valdymo požymių apibūdinimą ir jų kaitos dėl Europos Sąjungos reguliavimo vertinimą ir, trečia, šalies kapitalo rinkos funkcionavimo pokyčių analizę (6 pav.). Pagal tokią atvejo analizės struktūrą yra sudaroma atvejo ataskaita.

***Valstybės narės institucinės aplinkos identifikavimas.*** Korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų sąveika pasireiškia daugelio veiksnių veikiamoje aplinkoje, todėl pirmiausia yra svarbu apibūdinti šalies institucinę aplinką. S. Burki ir G. Perry (1998) institucijas apibrėžia kaip formalias ir neformalias taisykles bei jų vykdymą užtikrinančius mechanizmus, kurie formuoja individų ir organizacijų elgesį visuomenėje, o G. Skoog (2005) pažymi, kad negalima analizuoti pavienių taisyklių, neatsižvelgiant į jų tarpusavio sąveiką ir į visuomenę, kuri šias

ATVEJO ANALIZĖS STRUKTŪRA			
<b>I.</b>	INSTITUCINĖS APLINKOS IDENTIFIKAVIMAS	Teisės sistema	
		Finansų sistema	
			<b>TYRIMO METODAI</b>
<b>II.</b>	KORPORATYVINIO VALDYMO POŽYMIŲ APIBŪDINIMAS IR JŲ KAITOS DĖL EUROPOS SAJUNGOS REGULIAVIMO VERTINIMAS	Akcininkų apsauga	Teisės aktų analizė, ekspertų apklausa, leksimetro metodus
		Skaidrumas ir atskaitomybė	
		Valdymo struktūra	
		Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme	
		Vadovų atlyginimo formavimas	
		Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui	
		Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis	
<b>III.</b>	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMO POKYČIŲ ANALIZĖ	Rinkos kapitalizacija	Statistinė duomenų analizė, ekspertų apklausa
		Apyvarta	
		Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius	
		Akcijų pirminių viešų siūlymų skaičius	
		Susijungimo ir įsigijimo atvejų reguliuojamojoje rinkoje skaičius	

6 pav. Atvejo analizės struktūra

taisyklės sukūrė. Korporatyvinio valdymo aspektai priklauso nuo egzistuojančių teisės normų šalyje ir kitų institucinės aplinkos elementų, kurios skiriasi tarp šalių (Black ir kt., 2013). Atsižvelgiant į mokslinių tyrimų rezultatus, pažymintčius šalies teisės tradicijos svarbą jos korporatyvinio valdymo savybėms ir kapitalo rinkos plėtrai, šiame darbe kaip vienas iš šalies institucinę aplinką apibrėžiančių veiksnių yra pasirinktas tos šalies teisės tradicijos identifikavimas. T. Beck, A. Demirgüç–Kunt ir R. Levine (2002) pažymi, kad teisės kilmė yra svarbi šalies finansiniam vystymuisi, nes teisės tradicijos skiriasi pagal savo gebėjimą veiksmingai prisitaikyti prie kintančių ekonominių sąlygų. Savo ruožtu teisės tradicija turi poveikį teisės normų formavimui. Šalyse, kuriose teisės sistema užtikrina privačios nuosavybės

teisių įgyvendinimą ir apsaugo investuotojų teises, asmenys noriau skiria savo lėšas investicijoms į įmones, taip skatindami kapitalo rinkų plėtrą (Beck ir Levine, 2003). Daugelis autorių (pvz., La Porta ir kt., 2008; Reynolds ir Flores, 1989) pažymi, kad teisės tradicijos formuoja konkrečias investuotojų teises ir apsaugą bei apibrėžia teisės taikymo užtikrinimo mechanizmus, todėl teisės tradicija yra vienas svarbiausių veiksnių veikiančių korporatyvinio valdymo turinį ir jo raidą kiekvienoje šalyje.

Kitas šalies institucinės aplinkos identifikavimui veiksnys yra šalies finansų sistemos savybės. Efektyvus finansų sektorius turi sudaryti palankias sąlygas įmonėms laiku pasiskolinti reikiamų finansinių išteklių, o investuotojams pasiekti adekvatų investicijų pelningumą. Taigi finansų sektorius daro įtaką šalies ekonomikos augimui. Bankų sektorius ir kapitalo rinka yra finansų sistemos sudedamosios dalys, kurios papildo viena kitą. Jų proporcijas šalies finansų sistemoje lemia teisės sistema, įmonių skolinimosi tradicijos ir finansinių sandorių sudarymo sąnaudos. Atsižvelgiant į tai, įprastai skiriamos į rinką ir į bankus orientuotos finansų sistemos ir pagal tai joms priskiriamos atitinkamos savybės (Levine, 1999). Į bankus orientuotoje finansų sistemoje bankai yra pagrindiniai bendrovių išorinio finansavimo šaltiniai, taip pat sutraukia ir reikšmingą dalį namų ūkių santaupų. Ši sistema pasižymi aktyviu bankų dalyvavimu valdant įmones, taip pat jų įtaka kitoms finansų sektoriaus sritims, o kapitalo rinkos svarba tokioje finansų sistemoje yra maža (Aguilera, Jackson, 2003). Į rinką orientuota finansų sistema skatina verslo finansavimą per aktyvią kapitalo rinką, kurioje akcininkai investuoja iš esmės siekdami finansinių interesų. Jie kontroliuoja bendrovę turėdami galimybę parduoti akcijas, jeigu bendrovė daugiau nebetenkina jų interesų.

***Korporatyvinio valdymo požymių valstybėje narėje apibūdinimas ir jų kaitos dėl Europos Sąjungos reguliavimo vertinimas.*** Atsižvelgiant į disertacijos 1.1.2 poskyryje lyginant korporatyvinio valdymo modelius apibrėžtus korporatyvinio valdymo požymius, atitinkamai iš jų išskirti septyni požymiai, kurie apibūdina korporatyvinį valdymą kiekvienoje šalyje ir gali būti tiesiogiai veikiami Europos Sąjungos reguliavimo: akcininkų apsauga, skaidrumas ir atskaitomybė, bendrovių valdymo struktūra, darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme, vadovų atlyginimo formavimas, prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui ir korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis. Tyrimo metu atliekant Europos Sąjungos institucijų priimtų (2 priedas) ir valstybių narių nacionalinių korporatyvinio valdymo klausimus reguliuojančių teisės aktų analizę, nustatomi korporatyvinio valdymo požymiai valstybėje narėje, analizuojama, kaip valstybės narės įgyvendina Europos Sąjungos reikalavimus, ir įvertinamos korporatyvinio valdymo kaitos valstybėse narėse tendencijos.

Korporatyvinio valdymo požymių ir jų kaitos valstybėje narėje dėl Europos Sąjungos lygmeniu priimto reguliavimo vertinimui pasitelkti teisės aktų analizės, ekspertų apklausos ir leksimetricos metodai.

*Valstybės narės kapitalo rinkos funkcionavimo pokyčių analizė.* Šalies kapitalo rinkos funkcionavimas gali būti vertinamas įvairiais rodikliais, tačiau, atsižvelgiant į 2.1 skyriuje pateiktą korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelį, atliktų empirinių tyrimų rezultatus ir statistinių duomenų prieinamumo galimybes, disertacijoje tyrimo tikslu išskiriami šie penki kapitalo rinkų vystymąsi atspindintys rodikliai:

*Rinkos kapitalizacija.* Korporatyvinis valdymas, veikdamas bendrovių priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybes, taip pat ir bendrovių finansinius veiklos rezultatus, lemia ir šalies kapitalo rinkos kapitalizacijos rezultatus. Daugelio empirinių tyrimų (pavyzdžiui, Baker ir kt., 2009; Black ir kt., 2007; Brown ir Caylor, 2006 ir kt.) rezultatai patvirtino, kad aukštesnis korporatyvinio valdymo lygis bendrovėse lemia didesnę jų vertę. Bendrovių vertę paprastai rodo jos akcijų kaina rinkoje, o ją atspindi ir rinkos kapitalizacijos mastas. Taip pat pažymėtina, kad esant geresnei investuotojų apsaugai investuotojai tikės, kad jų investuotos lėšos su tam tikra bendrovės pelno dalimi jiems grįš (La Porta ir kt., 2002), todėl bus linkę investuoti į akcijas, taip sudarydami prielaidas bendrovėms ieškoti finansavimo kapitalo rinkose didinant nuosavybės vertybinių popierių skaičių. Aukšto korporatyvinio valdymo lygio nulemtą didesnę nuosavybės vertybinių popierių skaičių rinkoje ir aukštesnę jų vertę rinkoje atspindi didesnis kapitalo rinkos kapitalizacijos mastas.

*Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius.* Tokių bendrovių skaičius pažymi kapitalo rinkos plotį, t. y. kiek bendrovių naudojasi išorinio finansavimo per kapitalo rinką galimybėmis. Kaip pažymi S. Claessens ir B. Yurtoglu (2012), B. Black ir kt. (2007), L. Bebchuk ir kt. (2004) ir kiti tyrėjai, geresnis korporatyvinis valdymas bendrovėje mažina jos kapitalo kaštus ir taip padidina jos priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybes. Šalyje esant prastam korporatyviniam valdymui, o kartu ir neišsivysčiusioms finansų ir teisės sistemoms bei aukštai korupcijai, mažiau naujų įmonių joje pradeda veiklą (Beck, Demirgüç–Kunt ir Maksimovic, 2002). Kai investuotojai nėra užtikrinti dėl savo iš investicinių santykių kylančių teisių apsaugos, bendrovei sudėtinga įtikinti asmenis investuoti į jos vertybinius popierius, o įtikinus juos – abejotina, ar tokio kapitalo kaštai tenkintų bendrovę, todėl didelis bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius rinkoje paprastai žymi aukštą korporatyvinio valdymo lygį šalyje.

*Akcijų pirminių viešų siūlymų skaičius.* Geras korporatyvinis valdymas teigiamai veikia akcijų pirminių viešų siūlymų skaičių. C. Doidge, G. Karolyi ir R. Stulz (2011) pažymi, kad šalyse, kuriose investuotojų teisių apsauga geresnė, bendrovės turi geresnę priėjimą prie išorinių

finansavimo šaltinių viešai siūlydamos savo akcijas, nes tinkama investuotojų apsauga mažina kapitalo kaštus. Akcijų pirminių viešų siūlymų skaičius pažymi naujų bendrovių kapitalo rinkoje ieškančių išorinio finansavimo, skaičių. M. Pagano ir P. Volpin (2005) teigia, kad geresnė investuotojų apsauga šalyje skatina bendroves išleisti daugiau akcijų, nes investuotojai pasitikėdami bendrovės valdymu yra linkę į jas investuoti. P. Das (2014) pažymi, kad fondų valdytojai yra linkę investicinį portfelį sudaryti iš stipriai korporatyviniu valdymu pasižyminčių bendrovių vertybinių popierių.

*Apyvarta.* Vienas iš kapitalo rinkos likvidumui įtaką darančių veiksnių yra tinkamos korporatyvinio valdymo taisyklės (pvz., Aspris ir Frino, 2015; Loukil ir kt., 2010; Dumitrescu, 2010; Tadesse, 2005 ir kt.). Kai yra užtikrinta investuotojų interesų apsauga, susidaro prielaidos atsirasti didesniai asmenų, norinčių savo turimas lėšas skirti investicijoms į bendrovių kapitalą, skaičiui. Didesnis investuoti kapitalo rinkose norinčių asmenų skaičius ir didesnis investicijų į kapitalo rinkas mastas lemia kapitalo rinkų likvidumo didėjimą. S. Tadesse (2005) nurodo, kad kapitalo rinkos skaidrumą ir veiksmingumą didinanti valstybės politika, kurią turi įgyvendinti rinkoje savo vertybiniais popieriais prekiaujančios ir taip savo korporatyvinio valdymo kokybę didinančios bendrovės, skatina antrinės kapitalo rinkos efektyvumą per padidėjusį rinkos likvidumą. P. Prommin ir kt. (2014) pažymi, kad veiksmingas korporatyvinis valdymas didina bendrovių finansinį ir veiklos skaidrumą, dėl to investuotojai yra linkę aktyviau investuoti į gerai valdomų bendrovių akcijas. Vienas dažniausiai naudojamų rodiklių kapitalo rinkos likvidumui nustatyti yra jos apyvartos vertinimas.

*Bendrovių susijungimo ir įsigijimo atvejų reguliuojamojoje rinkoje skaičius.* Vienas bendrovių jungimosi ir įsigijimo stimulų yra siekis pagerinti bendrovių valdymą (Stein, 2003). Vis dėlto susijungimo ir įsigijimo rinka yra aktyvi tik tose šalyse, kuriose yra įtvirtintas veiksmingas korporatyvinio valdymo reguliavimas. S. Rossi ir P. Volpin (2003) pažymi, kad šalyse, kuriose yra stipresnė investuotojų apsauga, susijungimo ir įsigijimo atvejų skaičius bei mokama premija yra reikšmingai aukštesni negu šalyse, kuriose investuotojų apsauga silpna.

Atliekant valstybės narės kapitalo rinkos funkcionavimo analizę pasitelkti statistinės duomenų analizės, ekspertų apklausos metodai.

#### **2.4.2. Ekspertų apklausa**

Šio metodo pasirinkimą lėmė iškeltų hipotezių specifiškumas. Joms patvirtinti ar paneigti reikia atvejo analizę papildyti specialių žinių ir patyrimo nagrinėjamoje srityje turinčių asmenų – ekspertų – vertinimais.

Kaip pažymi R. Tidikis (2003), ekspertų apklausos metodo patikimumas priklauso nuo ekspertų parinkimo, o patys ekspertai turi būti kompetentingi, turėti specialios patirties ir

išmanyti tiesiogiai su ekspertizės objektu susijusią sritį. Atsižvelgiant į tai, ekspertų atranka atlikta taikant kriterinę atranką, kai ekspertai atrankami pagal tam tikrus nustatytus kriterijus (Bitinas, Rupšienė, Žydžiūnaitė, 2008). Siekiant užtikrinti tyrimo patikimumą, ekspertams iškelti ypač aukšti reikalavimai, ir jie pasirinkti vertinant tris kriterijus. Pirmiausia vertinta ekspertų patirtis korporatyvinio valdymo srityje ir pasirinkti ekspertai, kurių patirtis šioje srityje yra 10 ir daugiau metų. Siekiant užtikrinti galimybę įvertinti nacionalinio korporatyvinio valdymo valstybėse narėse kaitą dėl Europos Sąjungos lygiu įtvirtinto korporatyvinio valdymo reguliavimo, suformuluoti kiti papildomi ekspertų atrankos kriterijai. Antras reikalavimas ekspertams yra jų susipažinimas su Europos Sąjungos reguliavimu korporatyvinio valdymo srityje. Trečias kriterijus yra ekspertui būdingas gilus vieno iš atvejų, tai yra tam tikros valstybės narės, nacionalinės korporatyvinio valdymo sistemos išmanymas. Atsižvelgiant į tai, kad tiriamų valstybių narių ekspertai yra skirtingose Europos Sąjungos valstybėse narėse, informacijai surinkti pasirinktas ekspertinis individualiojo vertinimo metodas – apklausa naudojant klausimyną, pateikiamą anglų kalba elektroniniu paštu. Kaip pažymi K. Kardelis (2007), ši apklausos forma yra palyginti informatyvi ir tinkama moksliniams tyrimams. Klausimynas prieš atliekant apklausą patikrintas žvalgomojo tyrimo būdu pateikiant jį dviem su korporatyvinio valdymo tematika susipažinusiems asmenims. Jo metu gauti pasiūlymai buvo įvertinti rengiant galutinį ekspertų apklausos klausimyną, kuris yra pateiktas 14 priede.

Ekspertų apklausos klausimyną sudaro devyni klausimai. Jie yra uždaro ir fiksuoto pasirinkimo tipo, tačiau ekspertams suteikta galimybė kiekvienu klausimu pateikti savo komentarą. Tai leidžia pastebėti ir analizuoti galimus respondentų atsakymo pasirinkimo interpretavimo būdus (Behr ir kt., 2012). Ekspertų apklausos klausimyno struktūra pateikta 5 lentelėje.

Keturi klausimyno klausimai (1–4 klausimai) skirti eksperto tinkamumui identifikuoti, leidžiantys nustatyti eksperto atstovaujamą šalį, instituciją, išsilavinimą ir patirtį korporatyvinio valdymo srityje.

Klausimyno 5 klausimu siekiama nustatyti, kuriems kapitalo rinkos rodikliams korporatyvinis valdymas daro didžiausią poveikį. Atsakymų į šį klausimą rezultatai skirti korporatyvinio valdymo poveikiui kapitalo rinkoms vertinti. Šiame klausime prašoma, kad ekspertai vadovaudamiesi savo patirtimi suteiktų kapitalo rinkos rodikliams kiekybinius svarbos įverčius nuo 0 iki 5. Didžiausias įvertis 5 suteikiamas kapitalo rinkos rodikliui, kai, eksperto manymu, korporatyvinis valdymas jo rezultatui daro stiprų poveikį; 0 suteikiamas tuomet, kai

## Ekspertų apklausos klausimyno struktūra

<b>SIEKIAMAS TIKSLAS</b>	<b>KLAUSIMYNO KLAUSIMAI</b>	<b>MATAVIMO BŪDAS</b>
Identifikuoti eksperto tinkamumą	1–4	Patirtis korporatyvinio valdymo srityje $\geq 10$ metų; vienos iš tiriamų Europos Sąjungos valstybių narių atstovas.
Suranguoti mokslinių tyrimų analizės metu atrinktus kapitalo rinkos funkcionavimo rodiklius pagal korporatyvinio valdymo jiems daromo poveikio stiprumą	5	Kapitalo rinkos funkcionavimo rodikliams suteikiami kiekybiniai įverčiai pagal svarbą nuo 0, reiškiančio, kad rodiklis visiškai nėra veikiamas korporatyvinio valdymo, iki 5, reiškiančio, kad korporatyvinis valdymas šio rodiklio rezultatui turi labai stiprų poveikį.
Įvertinti nacionalinio korporatyvinio valdymo valstybėse narėse kaitą dėl Europos Sąjungos lygiu įtvirtinto korporatyvinio valdymo reguliavimo	6	Atskiriems korporatyvinio valdymo požymiams suteikiami kokybiniai įverčiai „jokios įtakos“, „nežymiai padidėjo“, „žymiai padidėjo“, atspindintys šių požymių kaitą atitinkamoje valstybėje narėje dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje.
Sudaryti prielaidas palyginti Europos Sąjungos reguliavimo poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms įvertinimo statistinės analizės metodu rezultatus su ekspertų vertinimu	7–8	Pasirenkamas vienas iš trijų atsakymų: du galimi atsakymų variantai žymi priešingas pozicijas, o trečiasis leidžia išreikšti nuomonę, kad nėra skirtumo tarp klausime lyginamų elementų.
	9	Suteikiama galimybė išreikšti nuomonę dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms kitais negu klausimyne nurodytais aspektais.

rodiklis visiškai nėra veikiamas korporatyvinio valdymo. Tokia vertinimo skalė pasirinkta kaip suteikianti ekspertui pakankamai erdvės savo pozicijai išreikšti. Kapitalo rinkos rodiklis, kuriam suteiktų įverčių suma bus didžiausia, bus laikomas kaip labiausiai korporatyvinio valdymo

veikiamas rodiklis. Kuo kapitalo rinkos rodikliui suteiktų įverčių suma bus mažesnė, tuo korporatyvinio valdymo poveikis jam bus silpnesnis.

Klausimyno 6 klausimu siekiama nustatyti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį korporatyvinį valdymą apibrėžiantiems požymiams tam tikroje valstybėje narėje. Ekspertų prašoma pateikti savo vertinimą dėl korporatyvinio valdymo kaitos aštuoniose korporatyvinį valdymą apibūdinančiose srityse, kurios yra apibrėžtos taip, kad atspindėtų anglosaksų arba civilinės teisės korporatyvinio valdymo modelio požymius. Galimi atsakymų variantai apima vertinimo skalę, išreikštą kokybiniais įverčiais „jokios įtakos“, „nežymiai padidėjo“ ir „žymiai padidėjo“. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikio joms įvertinimas papildytų atvejų analizę duomenimis, leidžiančiais nustatyti korporatyvinio valdymo kaitos šalyje kryptį.

Klausimyno 7 ir 8 klausimai skirti disertacijos tyrimo rezultatų palyginimui su ekspertų vertinimu, siekiant nustatyti, ar skirtingai korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje paveikė mažų ir didelių, taip pat anglosaksų ir civilinės teisės tradicijas atspindinčių valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimą. Atsakymai į šiuos klausimus leis nustatyti, ar statistiniais duomenimis grįsti tyrimo rezultatai skiriasi nuo ekspertų intuityvaus vertinimo. Šiuose klausimuose ekspertai gali pasirinkti vieną iš trijų atsakymų. Atsižvelgiant į tai, kad klausimai yra lyginamojo pobūdžio, du galimi atsakymų variantai žymi priešingas pozicijas, o trečiasis leidžia išreikšti nuomonę, kad nėra skirtumo tarp klausime lyginamų elementų.

Klausimyno 9 klausimu siūloma ekspertams išreikšti savo nuomonę dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms ir kitais negu klausimyne nurodytais aspektais.

Ekspertų apklausa atlikta 2015 m. sausio–vasario mėn. Klausimynas elektroniniu būdu buvo išsiųstas tiriamų valstybių narių valstybės institucijų, atsakingų už vertybinių popierių rinkos priežiūrą, vertybinių popierių biržų atstovams, kurie dėl savo veiklos pobūdžio yra įsigilinę į Europos Sąjungos reguliavimo korporatyvinio valdymo srityje teisinius bei ekonominius aspektus, ir akademinės visuomenės atstovams, kurie pastaruoju metu aktyviai atliko tyrimus korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje srityje, dalyvavo Europos Komisijos remiamuose valstybių narių organizuojamuose renginiuose korporatyvinio valdymo tematika ar yra Europos Komisijos neformalios bendrovių teisės ekspertų grupės ar korporatyvinio valdymo forumo nariai.

### **2.4.3. Leksimetrikos metodas**

Siekiant išspręsti U. Mattei (1997) pastebėtą kiekybinių priemonių teisinių sistemų panašumams ir skirtumams įvertinti trūkumo problemą, korporatyvinio valdymo požymių kaitai

kiekvienoje valstybėje narėje įvertinti disertacijoje pasitelktas novatoriškas leksimetrikos metodas, kitaip vadinamas skaitmenine lyginamąja teise (Siems, 2007). Leksimetrikos metodas, kaip kiekybinis teisės įvertinimas, aprašytas ir pradėtas naudoti neseniai, tik 2003 metais, ir sudaro prielaidas išvengti intuityvios lyginamosios analizės teisės srityje (Cooter ir Ginsburg, 2003).

Šis metodas leidžia kokybiniais teisinę aplinką apibrėžiantiems duomenims suteikti kiekybinį įvertį. Disertacijoje pasitelktas leksimetrikos metodas sudaro galimybę kiekybiškai išreikšti ekspertų apklausos ir teisės aktų ir mokslinės literatūros analizės pagrindu atliekamo kiekvienos valstybės narės korporatyvinio valdymo požymių kaitos dėl Europos Sąjungos lygmeniu priimto reguliavimo kokybinio vertinimo rezultatus. Korporatyvinio valdymo požymių kaita kiekvienoje tiriamoje valstybėje narėje dėl Europos Sąjungos lygmeniu priimto reguliavimo vertinama apibendrinus disertacijoje atliktos teisės aktų ir mokslinės literatūros analizės rezultatus kartu naudojant ekspertų apklausos klausimyną (6 klausimas), gautu ekspertų vertinimu dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikio korporatyvinį valdymą apibūdinančioms sritims kiekvienoje iš tiriamų valstybių narių.

6 lentelė

*Leksimetrikos metodo taikymas korporatyvinio valdymo požymių kaitos valstybėse narėse dėl Europos Sąjungos reguliavimo vertinimui*

KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMAI	KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMIŲ KAITOS VERTINIMO SKALĖ
Akcininkų apsauga	0 – visiškai nekito
Skaidrumas ir atskaitomybė	1 – nežymiai pakito
Valdymo struktūra	2 – žymiai pakito
Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme	
Vadovų atlyginimo formavimas	
Prielaidos perimti bendrovių kontrolę	
Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis	

Kiekybiniu įverčiu nuo 0 iki 2 įvertinama kiekvieno disertacijos 6 paveiksle pateiktoje atvejo analizės struktūroje nurodyto korporatyvinio valdymo požymio kaita: akcininkų apsauga, skaidrumas ir atskaitomybė, bendrovių valdymo struktūra, darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme, vadovų atlyginimo formavimas, prielaidos perimti korporatyvinę kontrolę ir

korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis (6 lentelė). Didžiausias įvertis 2 suteikiamas požymiui, jeigu Europos Sąjungos lygmeniu įtvirtintas korporatyvinio valdymo reguliavimas jį paveikė stipriai; 1, jeigu poveikis buvo silpnas; 0, kai nebuvo pastebėta jokie poveikio. Atsižvelgiant į tai, kad yra vertinama kokybinio požymio kaita, platesnės vertinimo įverčių skalės sudarymas nėra prasmingas.

Taikant leksimetrikos metodą kiekybiškai išreikštas korporatyvinio valdymo kaitos vertinimas valstybėse narėse taip pat sudaro prielaidas naudojant vienodą metodiką pagal korporatyvinio valdymo kaitą tarpusavyje palyginti valstybes nares. Tai leidžia nustatyti, kuriose valstybėse narėse korporatyvinis valdymas dėl Europos Sąjungos reguliavimo kito stipriausiai, o kuriose nelėmė esminių pokyčių. Taip pat tai leidžia vertinti, kurio korporatyvinio valdymo modelio kryptimi - anglosaksų ar civilinės teisės - kinta korporatyvinis valdymas valstybėse narėse.

#### 2.4.4. Statistinė duomenų analizė

Statistinė duomenų analizė pasitelkta statistinių kapitalo rinkų funkcionavimą apibūdinančių rodiklių reikšmių, kurioms atliekama valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo lyginamoji analizė, pokyčiams įvertinti.

Siekiant iširti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, pasirinktų valstybių narių kapitalo rinkų rodikliai vertinami apskaičiavus jų reikšmių metinių pokyčių aritmetinius vidurkius ekonominio augimo ir ekonominio nuosmukio stadijose. Jeigu kapitalo rinkos rodiklio reikšmė nereagavo į ekonomikos ciklišumą, jos metinių pokyčių aritmetinis vidurkis apskaičiuojamas laikotarpiu nuo 2004 iki 2011 metų ir ta reikšmė priskiriama ir augimo, ir nuosmukio stadijoms. Ekonominio augimo stadijoje teigiamu pokyčiu laikomas tam tikro kapitalo rinkos rodiklio metinio pokyčio augimas, ekonominio nuosmukio stadijoje teigiamu pokyčiu laikomas kuo mažesnis tam tikro kapitalo rinkos rodiklio metinio pokyčio smukimas.

Kapitalo rinkos rodiklio metinis pokytis skaičiuojamas pagal (2.1) formulę:

$$X_t = \frac{R_{t+1} - R_t}{R_t} \quad (2.1)$$

čia:

$R_t$  – kapitalo rinkos rodiklio reikšmė metų pabaigoje;

$X$  – kapitalo rinkos rodiklio reikšmės pokytis per metus.

Kapitalo rinkos rodiklio metinių pokyčių aritmetinis vidurkis skaičiuojamas pagal (2.2) formulę:

$$\bar{X} = \frac{\sum_i^n X_i}{n} \quad (2.2)$$

čia:

$\bar{X}$  – kapitalo rinkos rodiklio reikšmės metinių pokyčių aritmetinis vidurkis;

$n$  – metų skaičius.

Be to, siekiant suranguoti mokslinių tyrimų analizės metu atrinktus kapitalo rinkos rodiklius pagal korporatyvinio valdymo jiems daromo poveikio stiprumą, pasitelkiamas ekspertų apklausos metodas. Ekspertų nuomonių suderinamumas nustatomas apskaičiuojant Kendallo konkordancijos koeficientą  $W$ , rodantį individualių nuomonių artumo laipsnį (Podvezko ir Podvezko, 2014).

Kai nėra susietų rangų, Kendallo konkordancijos koeficientas  $W$  apskaičiuojamas pagal (2.3) formulę:

$$W = \frac{12S^2}{m^2(k^3 - k)} \quad (2.3)$$

čia:

$m$  – ekspertų skaičius;

$k$  – ekspertizės objektų skaičius;

$S$  – maksimali galima nuokrypio nuo rangų vidurkio kvadratų suma.

Nuokrypio nuo rangų vidurkio kvadratų suma apskaičiuojama pagal (2.4) formulę:

$$S^2 = \sum_{j=1}^k \left( \sum_{i=1}^m x_{ij} - a \right)^2 \quad (2.4)$$

čia:

$a$  – rangų sumų vidurkis.

Rangų sumų vidurkis a skaičiuojamas pagal formulę (2.5):

$$a = 0,5m(k + 1) \quad (2.5)$$

čia:

m – ekspertų skaičius;

k – ekspertizės objektų skaičius.

Kendallo konkordancijos koeficiento W reikšmė gali varijuoti nuo 0 – tai reiškia visišką nesuderinamumą – iki 1. Kuo labiau artėjama prie 1, tuo labiau suderintos yra ekspertų nuomonės. A. Augustinaitis ir kt. (2009), V. Rudzkienė (2012) pažymi, kad Kendallo konkordancijos koeficiento W reikšmė turėtų būti 0,6–0,7, tuomet ekspertų vertinimų suderinamumas būtų laikomas patikimu.

#### **2.4.5. Rangavimas**

Rangavimo metodas pasitelkiamas siekiant nustatyti tiriamų objektų eiliškumą pagal tam tikrą pasirinktą kriterijų. Disertacijoje šis metodas pasitelktas dviem atvejais.

Pirma, rangavimo metodas taikomas siekiant kapitalo rinkos rodiklius išdėstyti pagal korporatyvinio valdymo jiems daromo poveikio stiprumą, atsižvelgiant į ekspertų jų svarbai suteiktus įverčius. Tuo tikslu ekspertų apklausos klausimyno 5 klausime prašoma, kad ekspertai suteiktų kapitalo rinkos rodikliams kiekybinius įverčius nuo 0 iki 5, atsižvelgdami į korporatyvinio valdymo jiems daromo poveikio stiprumą. Įvertinus ekspertų nuomonių suderinamumą, kapitalo rinkos funkcionavimą atspindintys rodikliai ranguojami pagal gautų įverčių vidurkį. Rodikliui, turinčiam didžiausią įverčių aritmetinį vidurkį, suteikiamas aukščiausias rangas 1, o kiti rangai nuosekliai mažėja iki 5. Šis žemiausias rangas yra suteikiamas kapitalo rinkos funkcionavimą atspindinčiam rodikliui, kuris, ekspertų nuomone, yra mažiausiai arba visiškai nėra veikiamas korporatyvinio valdymo. Jeigu įvertinus ekspertų nuomonių suderinamumą Kendallo konkordancijos koeficiento W reikšmė bus mažesnė nei 0,6, tuomet kapitalo rinkos funkcionavimą atspindintys rodikliai nebus ranguojami, o tyrime visiems šiems rodikliams bus suteikiama vienoda svarba ir vertinama šių rodiklių reikšmių visuma.

Antra, šis metodas taip pat taikomas siekiant palyginti valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčius (7 lentelė). Tuo tikslu valstybių narių kapitalo rinkos yra lyginamos pagal kiekvieno kapitalo rinkos rodiklio reikšmių metinių pokyčių aritmetinį vidurkį ir kiekvienos valstybės narės atskiram kapitalo rinkos rodikliui yra suteikiamas įvertis balais kitų valstybių narių kapitalo rinkų atžvilgiu kiekvienoje ekonominio ciklo stadijoje. Didžiausias

įvertis balais suteikiamas tos valstybės narės kapitalo rinkai, kurios tam tikro kapitalo rinkos rodiklio metinio pokyčio aritmetinis vidurkis rodė labiausiai teigiamą rezultatą. Visų kitų valstybių narių tam tikro kapitalo rinkos rodiklio reikšmė lyginama su didžiausiąja reikšme ir joms suteikiami balai nuosekliai mažėja iki žemiausio įverčio. Kiekvienos valstybės narės atskiram kapitalo rinkos rodikliui suteikiamas įvertis balais nuo 1 iki 4 arba 8 priklausomai nuo tiriamų valstybių narių skaičiaus. Atskiros valstybės narės kapitalo rinkos per visą tyrimo laikotarpį surinkta balų suma apskaičiuojama sumuojant tos valstybės narės atskiriems kapitalo rinkos funkcionavimą apibūdinantiems rodikliams suteiktus įverčius balais augimo ir nuosmukio stadijose.

7 lentelė

*Rangavimo metodo taikymas  
valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčiams vertinti*

<b>Hipotezė</b>	<b>Suteikiami balai</b>	<b>Suteikiami rangai</b>
<b>H2</b>	<b>Augimo stadija</b>	
	Nuo 1 iki 8	Nuo 1 iki 8
	<b>Nuosmukio stadija</b>	
	Nuo 1 iki 8	Nuo 1 iki 8
	<b>Visas tyrimo laikotarpis</b>	
	Nuo 1 iki 8	Nuo 1 iki 8
<b>H3</b>	<b>Augimo stadija</b>	
	Nuo 1 iki 4	Nuo 1 iki 4
	<b>Nuosmukio stadija</b>	
	Nuo 1 iki 4	Nuo 1 iki 4
	<b>Visas tyrimo laikotarpis</b>	
	Nuo 1 iki 4	Nuo 1 iki 4

Kiekvienos valstybės narės kapitalo rinkos rodikliams suteikti balai yra sumuojami ir valstybių narių kapitalo rinkos yra ranguojamos pagal surinktą balų sumą ekonominio augimo, nuosmukio laikotarpiais ir per visą tyrimo laikotarpį. Daugiausiai balų surinkusios valstybės narės kapitalo rinkai yra suteikiamas 1 rangas. Kitų valstybių narių kapitalo rinkoms yra suteikiami nuosekliai žemėjantys rangai atsižvelgiant į surinktų balų sumą. Žemiausias rangas priklausomai nuo tiriamų valstybių narių skaičiaus yra 4 arba 8.

## **2.5. Tyrimo rezultatų interpretavimas ir metodologiniai apribojimai**

Suvokiant galimą disertacijos tyrimo rezultatų interpretavimo įvairovę ir todėl siekiant užtikrinti šių rezultatų interpretavimo objektyvumą, šiame skyriuje yra pateikiami disertacijos tyrimo rezultatų interpretavimo kriterijai. Kartu yra nurodomi ir tyrimo metodologiniai apribojimai.

Siekiant patvirtinti ar paneigti disertacijoje iškeltas hipotezes yra atliekama valstybių narių lyginamoji analizė dviem pjūviais. Pirma, lyginama valstybių narių korporatyvinio valdymo kaita dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu. Antra, lyginamas valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimas atsižvelgiant į korporatyvinio valdymo kaitą valstybėse narėse. Tyrimo rezultatų interpretavimo kriterijai pateikti 8 lentelėje.

Hipotezei H1 *Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu kreipia valstybių narių korporatyvinį valdymą anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi* patvirtinti arba paneigti taikomi atvejo analizės, teisės aktų analizės, ekspertų apklausos, leksimetrikos metodai. Valstybių narių korporatyvinio valdymo kaitos dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu lyginamoji analizė atliekama valstybes nares lyginant tarpusavyje leksimetrikos metodu naudojant pagal pokyčių stiprumą šalies korporatyvinio valdymo požymiams suteiktus balus. Hipotezė H1 laikoma patvirtinta, jeigu korporatyvinio valdymo požymiai, kurių pokyčių Europos Sąjungos valstybėse narėse dėl Europos Sąjungos reguliavimo korporatyvinio valdymo srityje suminis įvertinimas balais yra didesnis nei pusė galimų surinkti balų, yra būdingi anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui.

Hipotezėms H2 ir H3 įrodyti taikomi atvejo analizės, statistinės duomenų analizės, ekspertų apklausos, rangavimo metodai. Valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo kaitos lyginamoji analizė atliekama valstybes nares ranguojant pagal tam tikrų kapitalo rinkų funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių reikšmių metinių pokyčių aritmetinius vidurkius ekonominio augimo ir ekonominio nuosmukio stadijose atsižvelgiant į valstybių narių teisės tradiciją ir kapitalo rinkos dydį. Hipotezė H2 *Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu teigiamas poveikis mažų kapitalo rinkų funkcionavimui yra didesnis nei didelių kapitalo rinkų* laikoma patvirtinta, jeigu visų tiriamų mažų kapitalo rinkų funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių suminiai įverčiai balais tiriamu laikotarpiu buvo didesni negu didelių kapitalo rinkų. Hipotezė H3 *Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu teigiamas poveikis kapitalo rinkų funkcionavimui civilinės teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse yra didesnis nei anglosaksų teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse* laikoma patvirtinta, jeigu visų tiriamų civilinės teisės tradiciją turinčių valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių suminiai įverčiai balais tiriamu laikotarpiu buvo didesni negu anglosaksų teisės tradiciją turinčių valstybių narių kapitalo rinkų.

*Hipotezių tikrinimo kriterijai*

<b>Hipotezė</b>	<b>Hipotezės patvirtinimo (paneigimo) kriterijus</b>
<b>H1</b>	Laikoma patvirtinta, jeigu korporatyvinio valdymo požymiai, kurių pokyčių valstybėse narėse dėl Europos Sąjungos reguliavimo korporatyvinio valdymo srityje suminis įvertinimas balais yra didesnis nei pusė visų galimų surinkti balų, yra būdingi anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui.
<b>H2</b>	Laikoma patvirtinta, jeigu visų tiriamų mažų kapitalo rinkų funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių suminiai įverčiai balais tiriamu laikotarpiu buvo didesni negu didelių kapitalo rinkų.
<b>H3</b>	Laikoma patvirtinta, jeigu visų tiriamų civilinės teisės tradiciją turinčių valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių suminiai įverčiai balais tiriamu laikotarpiu buvo didesni negu anglosaksų teisės tradiciją turinčių valstybių narių kapitalo rinkų.

Interpretuojant šios disertacijos tyrimo rezultatus, svarbu atkreipti dėmesį ir į šio tyrimo metodologinius apribojimus. Šie disertacijos metodologiniai ribotumai lemia ir tolesnių tyrimų korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio kapitalo rinkoms vertinimo srityje kryptis.

Pirma, tyrime analizuojamos ne visos, o tik aštuonios tikslingai atrinktos Europos Sąjungos valstybės narės. Valstybių narių atranka pagrįsta siekiu atskleisti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms skirtingumą, atsižvelgiant į valstybių narių nevienodumą, ir šiam siekiui įgyvendinti pasirinktas geriausiai tai leidžiantis atlikti atvejo analizės ir kitų tyrimo metodų derinys. Vis dėlto nors ši į tyrimą įtrauktų valstybių narių imtis pakankama, tačiau atlikus visų valstybių narių korporatyvinio valdymo kaitos dėl Europos Sąjungos reguliavimo bei kapitalo rinkos funkcionavimo analizę, vertinimo rezultatai gali kisti. Siekiant apibendrintų korporatyvinio valdymo reglamentavimo poveikio valstybių narių kapitalo rinkų veiklai rezultatų, gali būti tikslinga praplėsti tyrimo imtį, ypač įtraukiant daugiau kylančiomis kapitalo rinkomis pasižyminčių Europos Sąjungos šalių.

Antra, korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio kapitalo rinkoms vertinimą riboja analizuotų kapitalo rinkos funkcionavimą apibrėžiančių rodiklių skaičius dėl periodiškai tarptautinėse statistikos duomenų bazėse skelbiamų rodiklių trūkumo. Atkreiptinas dėmesys, kad, vykstant valstybių narių vertybinių popierių biržų konsolidacijai, dažnai nėra pateikiami atskirų valstybių narių vertybinių popierių biržų rodiklių statistiniai duomenys.

Trečia, nors taikant atvejo analizės metodą tyrime buvo atsižvelgiama į korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms aplinkybes, tyrime nėra atskirai vertinamos nacionalinės valstybių narių iniciatyvos korporatyvinio valdymo

srityje, kurios galėjo būti vykdomos šalia Europos Sąjungos iniciatyvų įgyvendinimo, ir jų poveikis taip pat atspindi šalies kapitalo rinkos funkcionavime. Be to, nebuvo vertinti kitose srityse, tokiose kaip vertybinių popierių rinkos reguliavimas, bankų veiklos priežiūra, tarpvalstybinio investavimo skatinimas ir pan., Europos Sąjungos lygmeniu priimti sprendimai, kurie taip pat gali daryti įtaką valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimui.

Ketvirta, nors korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelyje išskirta įvairių veiksnių, tokių kaip teisės tradicija, ekonominis išsivystymas, kultūra, politika, turinčių įtakos korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveikai, tačiau dėl disertacinio tyrimo apimties apribojimų šioje disertacijoje vertintas tik šalies teisės tradicijos veiksnys.

Penkta, korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu yra tęstinis procesas. Valstybėse narėse vykstantys procesai taip pat yra tęstiniai ir kartu veikiami daugelio toms šalims būdingų institucinės aplinkos ypatumų. Atsižvelgiant į tai, korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikio kapitalo rinkoms vertinimo rezultatai gali būti paveikti ir kitų aplinkybių bei veiksnių, į kuriuos disertacijos tyrime nebuvo atsižvelgta.

Šioje disertacijos dalyje pateikta korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinimo metodika apima korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelio sudarymą ir jo pritaikymą korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikiui kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinti, tyrimo hipotezių ir taikytinų tyrimo metodų pagrindimą. Ji leidžia remiantis bendra metodologija įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį skirtingoms valstybių narių kapitalo rinkoms, remiantis reikšmingo skaičiaus šalių patirtimi.

### **3. KORPORATYVINIO VALDYMO REGULIAVIMO EUROPOS SAJUNGOS LYGIU POVEIKIO VALSTYBIŲ NARIŲ KAPITALO RINKOMS VERTINIMAS**

Šioje disertacijos dalyje pateikiami valstybių narių, kaip atskirų atvejų, korporatyvinio valdymo kaitos ir kapitalo rinkų funkcionavimo analizės bei jos pagrindu atlikto korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo, taikant antroje disertacijos dalyje pateiktą korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodiką, rezultatai. Atsižvelgiant į gautus empirinio tyrimo rezultatus, paskutiniame šios dalies skyriuje yra modeliuojamos tolesnės korporatyvinio valdymo Europos Sąjungoje reguliavimo perspektyvos ir pateikiamos rekomendacijos.

#### **3.1. Anglosaksų teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė**

Šiame disertacijos skyriuje pateikiami anglosaksų teisės tradiciją turinčių valstybių narių, kaip atskirų atvejų, korporatyvinio valdymo kaitos ir kapitalo rinkų analizės rezultatai. Šiai tradicijai būdingas požiūris, kad nė vienoje teisės sistemoje neįmanoma sukurti tokio rašytinio įstatymo, kuris reguliuotų visus įmanomus kilti ginčus, todėl teisėjai privalo patys kurti teisę. Atsižvelgiant į tai, anglosaksų teisės tradicijoje teismo priimtas sprendimas (precedentas) yra laikomas pirminiu teisės šaltiniu. Įstatymus aiškinantys teismo sprendimai tampa tokiu pat teisės šaltiniu kaip ir aiškinami įstatymai, todėl anglosaksų teisė greičiau prisitaiko prie besikeičiančių aplinkybių negu civilinė teisė, kur pasikeitus aplinkybėms reikia priimti naują teisės aktą. Kitas svarbus šio teisės tradicijos bruožas yra didesnės svarbos suteikimas privatiems tarpusavio susitarimams, o ne valstybiniam reguliavimui. Tai lėmė ir teisėkūros rezultatų įtvirtinimo negriežtosios teisės forma vyravimą. Šios teisėkūros priemonės nepasižymi modernių teisės aktų galiojimu, jie greičiau funkcionuoja kaip šviečiamieji ir politiniai įrankiai, skirti gero elgesio standartams parodyti.

Empiriniam tyrimui atlikti buvo atrinktos dvi anglosaksų teisės tradicijai atstovaujantios valstybės narės – Jungtinė Karalystė ir Airija.

##### **3.1.1. Jungtinė Karalystė**

Korporatyvinio valdymo klausimus Jungtinėje Karalystėje reguliuoja visų pirma Bendrovių įstatymas (2006), kuris pakeitė iki tol galiojusį 1985 m. Bendrovių įstatymą,

Finansinio atskaitingumo tarybos (angl. *Financial Reporting Council FRC*) patvirtintas Korporatyvinio valdymo kodeksas (2003), kuris pakeitė galiojusį Jungtinį kodeksą (1999), Įmonių perėmimo kodeksas (1985), Finansinio elgesio institucijos (angl. *Financial Conduct Authority FCA*) patvirtintos vertybinių popierių prekybos reguliuojamojoje rinkoje taisyklės, informacijos atskleidimo ir skaidrumo taisyklės, prospektų taisyklės. Be to, pabrėžtina, kad labai didelę svarbą turi teismų sprendimai.

Jungtinės Karalystės korporatyvinio valdymo sistema tradiciškai pasižymi akcininkų interesų teorijos išreiškimu. Bendrovės direktoriai veikia, siekdami užtikrinti akcininkų interesų įgyvendinimą. Šio požiūrio kilmė siekia 19 amžių, kai buvo laikoma, kad direktorius yra bendrovės turto patikėtinis, todėl jis turi fiduciarines pareigas veikti turto patikėtojo interesais. Toks požiūris išreiškiamas ir Korporatyvinio valdymo kodekse (2003), nustatančiame korporatyvinio valdymo principus akcininkų interesų naudai.

Bendrovių direktorių pareigos istoriškai buvo kildinamos iš teismų sprendimų. Vis dėlto 2006 metais priėmus naująjį Bendrovių įstatymą (2006) pirmą kartą buvo kodifikuotos direktorių pareigos. Be to, šiame įstatyme įtvirtintos labai daug Jungtinės Karalystės mokslininkų diskusijų keliančios nuostatos, kad direktorius turi pareigą skatinti bendrovės sėkmę visų jos narių, kaip visumos, naudai, be kita ko, atsižvelgdamas į ilgalaikes sprendimų pasekmes, darbuotojų, tiekėjų, klientų interesus, poveikį bendruomenei ir aplinkai (pavyzdžiui, Keay, 2010; Alcock, 2009).

Bendrovės Jungtinėje Karalystėje pasižymi išskaidyta nuosavybės struktūra. F. Barca ir M. Becht (2001) duomenimis, Jungtinėje Karalystėje 97,6 proc. bendrovių nebuvo daugumą balsų suteikiančių akcijų turėtojo, o 84,1 proc. bendrovių nebuvo 25 proc. ir daugiau balsų suteikiančių akcijų turėtojo (cit. pagal Europos Komisijos užsakymu atliktą Korporatyvinio valdymo kodeksą, taikomą Europos Sąjungoje ir jos valstybėse narėse lyginamąją studiją, 2002). Finansų institucijos, pensijų fondai, draudimo bendrovės yra dažniausi bendrovių akcininkai ir jiems priklauso apie 62 proc. akcijų paketų. Bendrovių direktoriams priklauso 24 proc., kitoms bendrovėms – 8 proc. ir privatiems asmenims – 5 proc. akcijų paketų (Becht ir Mayer, 2000). Pasaulio banko (2006) duomenimis, Jungtinėje Karalystėje 2005 metais smulkiųjų investuotojų apsauga buvo vertinama 8, o akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumas buvo vertinamas 7 balais iš 10 galimų balų (13 priedas).

Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo apimtis Jungtinėje Karalystėje 2005 metais vertinta 10 balų iš 10 galimų (13 priedas).

Jungtinės Karalystės bendrovėse yra taikoma vienpakopė bendrovių valdymo struktūra, kai yra sudaromas vienas valdymo organas – direktorių valdyba (angl. *board of directors*). Dvipakopė valdymo struktūra nėra galima. Bendrovių įstatymas (2006) reikalauja, kad akcinė

bendrovė turėtų bent du direktorius, tačiau šiame įstatyme nėra reikalavimo, kad vienas jų būtų kasdieninius verslo reikalus tvarkantis vykdomasis direktorius, o kitas – ne vykdomasis direktorius. Toks reikalavimas įtvirtintas savo vertybiniais popieriais reguliuojamojoje rinkoje prekiaujančioms bendrovėms Korporatyvinio valdymo kodekse (2003) ir anksčiau galiojusiame Jungtiniame kodekse (1999). Be to, kartu yra reikalaujama, kad ne vykdomieji direktoriai būtų nepriklausomi, ir yra apibrėžti veiksniai, kuriais vertinamas jų nepriklausomumas. Vienpakopė valdymo struktūra paprastai laikoma efektyvesne dėl savo paprastesnės struktūros, mažesnio dydžio ir geresnio informacijos pasidalijimo tarp narių, palyginti su dvipakope valdymo struktūra, tačiau jos tinkamam funkcionavimui labai svarbus yra priežiūros funkciją atliekančių valdybos narių atskyrimo nuo vykdymo funkciją atliekančių valdybos narių užtikrinimas. Jungtinėje Karalystėje darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme nėra privalomas ir paprastai praktikoje retai pasitaiko.

Korporatyvinio valdymo kodeksas (2003) pažymi, kad valdymo organo vykdomųjų direktorių atlyginimo dalys turėtų būti struktūrizuotos taip, kad atlyginimas būtų susietas su bendrovės ir individualiais veiklos rezultatais, tačiau ilgalaikis bendrovės veiklos tvarumas nėra išskiriamas kaip reikšmingas veiksnys, apibrėžiantis vykdomųjų direktorių atlyginimo dydį. Ne vykdomųjų direktorių atlyginimas turėtų atspindėti jų atsakomybę ir funkcijoms atlikti skiriamą laiką ir neturėtų būti taikomas apmokėjimas akcijomis, nebent yra iš anksto gautas akcininkų pritarimas. Atkreiptinas dėmesys, kad, Towers Perrin (2000) duomenimis, Jungtinėje Karalystėje tipinis visuminis pagrindinio vykdomojo direktoriaus atlyginimas didelėje industrinėje bendrovėje sudaro apie 720 tūkst. USD ir yra didžiausias, palyginti su Vokietija (apie 422 tūkst. USD) ar Prancūzija (apie 540 tūkst. USD) (cit. pagal Becht, Bolton ir Röell, 2005).

Korporatyvinio valdymo reguliavimas Jungtinėje Karalystėje pasižymi negriežtosios teisės priemonių taikymu. Tokio pobūdžio reguliavimas, kai didesnė svarba suteikiama rekomendacinio pobūdžio priemonėms ir rinkos reguliavimosi iniciatyvoms, o ne valstybiniam reguliavimui, yra būdingas anglosaksų teisės tradicijos šalims.

Jungtinei Karalystei būdinga į rinką orientuota finansų sistema, kur akcijų rinka yra aktyvesnė ir veiksmingesnė nei bankai. Kaip pažymi R. Levine ir A. Demirgüç-Kunt (1999), tokia finansų sistema yra būdinga aukštų pajamų, taip pat anglosaksų teisės tradicijos šalims, kuriose yra stipri akcininkų teisių apsauga, aukšti atskaitomybės standartai bei žemas korupcijos lygis. Į rinką orientuotoje finansų sistemoje vertybinių popierių rinkos aktyviai konkuruoja su bankais akumuliuojant visuomenės santaupas ir nukreipiant jas verslui. Londono vertybinių popierių birža yra pirmoji oficiali vertybinių popierių birža pasaulyje ir pagal joje prekiaujamų vertybinių popierių rinkos kapitalizaciją ji yra viena tarp didžiausių vertybinių popierių biržų

pasaulyje. Nors, palyginti su Jungtinėje Karalystėje veikiančių įmonių skaičiumi, tik nedidelė jų dalis savo vertybiniais popieriais prekiauja reguliuojamojoje rinkoje, tačiau jų svarba šalies ekonomikai yra reikšminga. Kartu svarbu pažymėti, kad pagal šį rodiklį lyginant Jungtinę Karalystę su kitomis Europos Sąjungos valstybėmis narėmis bendrovių, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama viešai, dalis, palyginti su šalyje galimų kitų verslo teisinių formų įmonių skaičiumi, yra viena didžiausių tarp Europos Sąjungos valstybių narių (žr. 4 priedą: 2004 metais – 8,1 proc.; 2007 metais – 8,9 proc.; 2010 metais – 9,1 proc.).

Jungtinės Karalystės, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 5 priede.

### 3.1.2. Airija

Airijos teisės sistema yra Jungtinės Karalystės teisinis palikimas, todėl šių abiejų šalių teisės sistemos pasižymi vienodais korporatyvinio valdymo srityje taikytiniais principais. Nors bendrovių veiklą Airijoje reguliuoja Bendrovių įstatymas (1963), sukurtas atsižvelgiant į Jungtinės Karalystės bendrovių įstatymo (1948) nuostatas, tačiau teismų sprendimai vis tiek išlieka labai svarbiu teisės šaltiniu. Airijos vertybinių popierių biržoje prekiaujančioms bendrovėms yra taikomas tas pats Korporatyvinio valdymo kodeksas (2003), patvirtintas Jungtinės Karalystės finansinio atskaitingumo tarybos, kuris yra taikomas ir Londono vertybinių popierių biržoje prekiaujančioms bendrovėms. Be to, pažymėtina, kad tais atvejais, kai Airijos teismai nebuvo priėmę sprendimų atitinkamais klausimais, didelę reikšmę įgyja tais klausimais priimti Jungtinės Karalystės teismų sprendimai. Mokslinė literatūra taip pat yra svarbi teismams priimant sprendimus ir ji gali būti cituojama teismų sprendimuose.

Bendrovės, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama Airijos vertybinių popierių biržoje, „laikykis arba paaiškink“ principo pagrindais laikosi Jungtinės Karalystės korporatyvinio valdymo kodekso ir Airijos korporatyvinio valdymo priedo.

Tradiciskai Airijos, kaip ir Jungtinės Karalystės, korporatyvinio valdymo sistema remiasi akcininkų interesų teorija, kai akcininkų interesai turi pirmenybę kitų suinteresuotų grupių atžvilgiu ir bendrovės akcijų vertės maksimizavimas yra vienas svarbiausių jos vadovų tikslų. Airijos bendrovių direktoriai veikia bendrovės naudai. Bendrovės interesai gali būti suprantami įvairiai, tačiau, kaip Airijos teismas yra pažymėjęs byloje *Irish Press Plc v Ingersoll Irish Publications Ltd* (1993), „veikti bendrovės interesais yra ne kas kita kaip veikti visų jos akcininkų interesais“ (cit. pagal Europos Komisijos studiją dėl vadovų pareigų ir atsakomybės, 2013). Vis dėlto pastaruoju metu reaguojant į bendrovių teisės pokyčius Jungtinėje Karalystėje, Airijos teisėje taip pat matomas suinteresuotų asmenų (angl. *stakeholders*) teorijos požymių pasireiškimas.

Airijoje bendrovių nuosavybės struktūra pasižymi maža koncentracija. M. Faccio ir L. H. Lang (2002) duomenimis, apie 62 proc. bendrovių Airijoje neturi kontroliuojančio akcininko ar akcininkų grupės.

Pasaulio banko (2006) duomenimis, Airijoje 2005 metais smulkiųjų investuotojų apsauga vertinta 8.3, o akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumas vertintas 9 balais iš 10 galimų (13 priedas).

Atsižvelgiant į tai, kad Airijos vertybinių popierių biržoje prekiaujančioms bendrovėms yra taikomas tas pats korporatyvinio valdymo kodeksas, kuris yra taikomas ir Londono vertybinių popierių biržoje prekiaujančioms bendrovėms, Airijoje vadovų atlyginimo nustatymo nuostatos yra tokios pačios kaip ir Jungtinėje Karalystėje. Jungtinis korporatyvinio valdymo kodeksas (2003) pažymi, kad valdymo organo vykdomųjų narių atlyginimo dalys turėtų būti struktūrizuotos taip, kad atlyginimas būtų susietas su bendrovės ir individualiais veiklos rezultatais, tačiau ilgalaikis bendrovės veiklos tvarumas nėra išskiriamas kaip reikšmingas atlyginimo dydį apibrėžiantis veiksnys. Ne vykdomųjų direktorių atlyginimas turėtų atspindėti jų atsakomybę ir funkcijoms atlikti skiriamą laiką ir neturėtų būti taikomas mokėjimas akcijomis, nebent yra iš anksto gautas akcininkų pritarimas.

Airijos investicijų vadovų asociacijos Korporatyvinio valdymo, akcijų opcionų ir kitų skatinimo schemų gairėse (1999) pripažįstama skatinimo schemų, kaip vadovų atlyginimo dalies, nauda, jeigu dalyvaujančių šiose schemose nauda suderinama su akcininkų nauda ir skiriamas dėmesys ilgalaikiam akcininkų vertės augimui.

Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo mastas Airijoje 2005 metais vertintas taip pat kaip ir Jungtinėje Karalystėje, tai yra 10 balų iš 10 galimų (13 priedas).

Airijos bendrovėse taikoma vienpakopė bendrovių valdymo struktūra. Dvipakopė struktūra nėra galima. Airijos bendrovių įstatymas (1963) nustato, kad direktorių valdybą turi sudaryti mažiausiai du asmenys. Nors šis įstatymas neapibrėžia skirtumo tarp vykdomojo ir ne vykdomojo direktoriaus, tačiau praktikoje jis yra svarbus. Vykdomasis direktorius yra atsakingas už kasdieninės bendrovės kasdieninės veiklos organizavimą ir tam skiria visą savo darbo laiką, o ne vykdomasis direktorius atlieka priežiūrą ir dalyvauja priimant sprendimus dėl esminių bendrovės veiklos perspektyvų. Airijos bendrovių įstatymas (1963) neapibrėžia, kurio organo kompetencijai priklauso bendrovės direktorių paskyrimas, tačiau, teismų požiūriu, tai yra priskirtina visuotiniam akcininkų susirinkimui.

Taip pat nėra įstatyminio reikalavimo, įpareigojančio suteikti teisę darbuotojams dalyvauti Airijos bendrovių valdyme, nors tam tikroms viešojo sektoriaus įmonėms yra reikalavimas, kad jų valdymo organe būtų darbuotojų atstovų.

Atsižvelgiant į istorines aplinkybes ir teisės sistemą, Airijos finansų sistema turi glaudžią sąsają su Jungtinės Karalystės finansų sistema. Ir nors Airijos vertybinių popierių biržos ilgalaikis bendradarbiavimas su Londono vertybinių popierių birža, kurios dalimi Airijos vertybinių popierių birža buvo iki 1995 metų, užtikrino aukštų reguliavimo standartų ir veiksmingos prekybos sistemos įdiegimą, kurio pagrindu Airijos vertybinių popierių birža save pristato kaip globalų tarptautinį prekybos vertybiniais popieriais centrą, Airijos finansų sistemos negalima apibūdinti kaip aiškiai orientuotos į rinką. Finansų institucijų suteikiamų paskolų ir kapitalo rinkos kapitalizacijos santykis atskleidžia bankų svarbą Airijos ekonomikoje. M. Ononugbo (2015) duomenimis, 2007 metų pabaigoje finansinių institucijų suteikiamų kreditų apimtis penkis kartus viršijo Airijos vertybinių popierių biržoje prekiaujamų vertybinių popierių kapitalizaciją.

Vis dėlto Airijoje bendrovių, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama viešai, dalis, palyginti su šalyje galimų kitų verslo teisinių formų įmonių skaičiumi, panašiai kaip Jungtinės Karalystės, yra viena didžiausių tarp Europos Sąjungos valstybių narių (žr. 4 priedą: 2004 metais - 8,4 proc.; 2007 metais - 8,7 proc.; 2010 metais – 9,1 proc.). Nors dėl palyginti nedidelės rinkos daug bendrovių paraleliai savo vertybiniais popieriais prekiauja ir didesnėse globaliose rinkose, tokiose kaip Londono vertybinių popierių birža ar Nasdaq, tuo pat metu didėja užsienio bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama Airijos vertybinių popierių biržoje, skaičius. Atsižvelgiant į Airijos finansų sistemą apibrėžiančių veiksnių visumą ir į R. Levine ir A. Demirgüç-Kunt (1999) siūlomą klasifikaciją, Airijos finansų sistema priskirtina tarpiniam tarp į bankus ir į rinką orientuotos finansų sistemos variantui, pažymint jos kapitalo rinkos išsivystymą.

Airijos, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 6 priede.

### **3.2. Germanų teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė**

Šiame disertacijos skyriuje pateikiami germanų teisės tradiciją turinčių valstybių narių, kaip atskirų atvejų, korporatyvinio valdymo kaitos ir kapitalo rinkų funkcionavimo analizės rezultatai. Germanų teisės tradicija yra vienas iš civilinės teisės tradicijos pogrupių ir pasižymi ryškiai išreikštais civilinės teisės tradicijai būdingais požymiais. Pagrindinis teisės šaltinis šioje teisės tradicijoje yra kodifikuoti taisyklių rinkiniai, kurie taikant juos konkrečiai problemai pateikia problemos sprendimą. Teismų sprendimai, kaip ir teisės doktrina, vaidina pagalbinį vaidmenį interpretuojant ir taikant įstatymus, tačiau teismai yra tik teisės taikymo, o ne kartu ir teisėkūros subjektai, kaip yra anglosaksų teisės tradicijoje, todėl pasikeitus aplinkybėms turi būti priimamas naujas teisės aktas, kad teismai jį galėtų taikyti naujoms aplinkybėms. Germanų

teisės tradicija, priklausydama civilinės teisės tradicijai, pasižymi stipriu valstybės vaidmeniu reguliuojant civilinius teisinius santykius, todėl reguliavimas paprastai vykdomas pasitelkiant griežtąją teisę, o privačių tarpusavio susitarimų svarba yra maža.

Empiriniam tyrimui atlikti buvo atrinktos dvi germanų teisės tradicijai atstovaujančios valstybės narės – Vokietija ir Austrija.

### **3.2.1. Vokietija**

Svarbiausios korporatyvinio valdymo nuostatos Vokietijoje yra įtvirtintos Akcinių bendrovių įstatyme (*Aktiengesetz*, 1965), Kodeterminacijos įstatyme (*Mitbestimmungsgesetz*, 1976) ir Vokietijos korporatyvinio valdymo kodekse (*Deutscher Corporate Governance Kodex*, 2002). Vokietijos korporatyvinio valdymo kodeksas apima įstatymuose įtvirtintas svarbiausias korporatyvinį valdymą reguliuojančias nuostatas, tačiau kartu kaip rekomendacijas ir pasiūlymus pateikia tarptautiniu mastu pripažintus atsakingo korporatyvinio valdymo standartus.

Vokietijos korporatyvinio valdymo sistema yra vienas ryškiausių civilinės teisės korporatyvinio valdymo modelio pavyzdžių. Tradiciškai Vokietijos korporatyvinio valdymo sistema didžiąja dalimi remiasi įvairių suinteresuotųjų grupių (angl. *stakeholders*) gerovės suderinimu, pasižyminčiu pasitikėjimu grįstais santykiais ir ilgalaikiu bendradarbiavimu. Šios šalies korporatyvinio valdymo sistema sudaro sąlygas įtraukti į bendrovių valdymą darbuotojus ir kreditorius. Akcininkų interesai neturi pirmenybės kitų suinteresuotų grupių atžvilgiu ir bendrovės akcijų vertės maksimizavimas nėra svarbiausias jos vadovų tikslas.

Vokietijos bendrovių nuosavybės struktūra pasižymi didele koncentracija. Z. Sautner ir B. Villalonga (2010) duomenimis, vieno stambiausiojo akcininko valdoma bendrovės akcijų dalis vidutiniškai 2000 – 2006 metais buvo apie 30 proc., o stambiųjų akcininkų kartu valdoma bendrovės akcijų dalis – apie 40 proc. Koncentruota nuosavybė bendrovėse sustiprina stambiojo akcininko svarbą bendrovės valdyme ir sukuria kitokio pobūdžio atstovavimo problemą, kai konfliktas sukiamas ne tarp vadovų ir akcininkų, o tarp stambiojo akcininko, paprastai banko, ir smulkiųjų akcininkų. Pasaulio banko (2006) duomenimis, Vokietijoje 2005 metais smulkiųjų investuotojų apsauga ir akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumas buvo vertinami po 5 balus iš 10 galimų balų (13 priedas). Aktyvus bankų dalyvavimas bendrovių finansavime lemia silpną smulkiųjų akcininkų, tačiau stiprią kreditorių teisinę apsaugą. Šios šalies bendrovėms taip pat būdinga vidinių asmenų kontrolė (Sautner ir Villalonga, 2010).

Vokietijoje privatiems asmenims ir šeimoms priklauso 32 proc. akcijų paketų, kitoms bendrovėms – 32 proc., patikėjimo ir kontroliuojančiosioms bendrovėms – 21 proc., finansinėms institucijoms – 17 proc. ir 3 proc. Vyriausybei (Becht ir Mayer, 2000).

Didelė bendrovių nuosavybės koncentracija ir kontroliavimo pobūdis Vokietijoje kelia skaidrumo problemų, nes sudėtingos nuosavybės struktūros yra sunkiai identifikuojamos ir apibrėžiamos. Tai riboja investuotojų galimybes žinoti, kas bendrovėje priima svarbiausius ilgalaikius sprendimus, bei jų motyvus, ir atsižvelgiant į tai įvertinti savo investicinius sprendimus. Skaidrumo trūkumas lemia ir vadovų bei kontroliuojančiųjų akcininkų naudojimosi savo padėtimi savo naudai (angl. *self-dealing*) problemas. Nesant veiksmingų teisinių priemonių kontroliuojantiems akcininkams sudaromos prielaidos veikti bendrovės valdymo organų sprendimus ir naudojantis šia padėtimi sudaryti sau naudingus sandorius smulkiųjų akcininkų sąskaita. Djankovo ir kt. (2008) tyrimo duomenimis, Vokietijos smulkiųjų akcininkų apsaugos prieš kontroliuojančiųjų akcininkų naudojimąsi savo padėtimi savo naudai stiprumo indeksas (angl. *anti-self-dealing index*) sudaro 0,28 ir yra vienas žemiausių tarp Europos Sąjungos valstybių narių.

Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo mastas Vokietijoje 2005 metais vertintas 5 balais iš 10 galimų (13 priedas).

Stambiųjų akcininkų dominavimas bei tiesioginė bankų kontrolė bendrovėse per nuosavybės vertybinius popierius nesukuria sąlygų aktyviai bendrovių kontrolės perėmimo rinkai Vokietijoje. Be to, Vokietijos teisė leidžia taikyti apsaugines priemones, siekiant neutralizuoti įmonių perėmimo pasiūlymus (Vokietijos Vertybinių popierių įgijimo ir įmonių perėmimo įstatymas, 2001). Šios apsauginės priemonės tampa ypatinga problema, kai bendrovės valdyme dominuoja vidiniai asmenys, nes sustiprina galimybes vadovams įsigalėti bendrovėje. Toks įmonių perėmimo reguliavimas Vokietijoje nesudaro prielaidų rinkai veikti kaip veiksmingam korporatyvinės kontrolės perėmimo mechanizmui, užtikrinančiam bendrovių korporatyvinio valdymo efektyvumą.

Vokietijoje vidinė bendrovių korporatyvinio valdymo kontrolė įgyvendinama per dvipakopę bendrovių valdymo struktūrą, kai bendrovės valdymas yra griežtai atskirtas nuo bendrovės kontrolės. Vokietijos Akcinių bendrovių įstatymas (1965) nustato, kad bendrovės valdymo struktūrą sudaro du organai: valdymo ir priežiūros. Valdymo organas (vok. *Vorstand*) yra atsakingas už bendrovės valdymą, o priežiūros organas (vok. *Aufsichtsrat*) prižiūri bendrovės valdymo organo veiklą. Bendrovės priežiūros organas yra renkamas bendrovės akcininkų ir tam tikrais įstatyme nustatytais atvejais – bendrovės darbuotojų, o bendrovės valdymo organo nariai nėra renkami tiesiogiai akcininkų – juos paskiria priežiūros organas. Valdymo ir priežiūros organų ir jų funkcijų atskyrimas sudaro prielaidas veiksmingai įgyvendinti vidinę bendrovių korporatyvinio valdymo kontrolę.

Vokietijai būdingas darbuotojų įtraukimas į bendrovės valdymo procesą. Privalomas darbuotojų dalyvavimas bendrovės valdyme yra įtvirtintas teisės aktais (Vokietijos

kodeterminacijos įstatymas ir Akcinių bendrovių įstatymas) ir yra bene labiausiai išreikštas iš visų kitų Europos šalių (Odenius, 2008). Darbuotojus įtraukianti bendrovių valdymo struktūra sukuria platesnį vadovų sprendimų pripažinimą ir padeda sprendžiant konfliktus bendrovėje (Hauser-Ditz, 2002); antra vertus, ji sukuria bendrovėms papildomų išlaidų ir mažina Vokietijos patrauklumą renkantis verslo vietą (Stettes, 2007).

Bendrovės valdymo organo narių atlyginimas yra nustatomas priežiūros organo ir paprastai į veiklos rezultatus orientuotas apmokėjimas yra siejamas su metinėse finansinėse atskaitose pateikiamais rezultatais. Į rinką orientuoti atlyginimo būdai, pavyzdžiui, apmokėjimas akcijomis, yra reti (Baums ir Birkenkaemper, 1998). Priežiūros organo narių atlyginimo nustatymas yra priskirtas visuotinio akcininkų susirinkimo kompetencijai. Paprastai šių narių atlyginimas nėra aukštas (Schmid, 1997). Vokietijos Korporatyvinio valdymo kodeksas (2000) nustato, kad atlyginimas bendrovės priežiūros organo nariams neturėtų būti siejamas su akcijų rinkos verte tam, kad būtų išlaikytas atstumas tarp bendrovės valdymo ir priežiūros.

Kotiruojamų Vokietijos bendrovių korporatyvinio valdymo taisyklės (2000) skatina, kad valdymo organo narių atlyginimas sudarytų prielaidas pakankamai motyvacijai užtikrinti bendrovės ilgalaikės vertės kūrimą. Atkreiptinas dėmesys, kad, Towers Perrin (2000) duomenimis, Vokietijoje tipinis visuminis pagrindinio vykdomojo direktoriaus atlyginimas didelėje industrinėje bendrovėje sudaro apie 422 tūkst. USD ir yra mažiausias, palygti su Jungtine Karalyste (apie 720 tūkst. USD) ir Prancūzija (apie 540 tūkst. USD) (cit. pagal Becht, Bolton ir Röell, 2005).

Vokietijos finansų sistema yra grįsta bankų veikla, kai bankų, o ne kapitalo rinkos svarba įmonių finansavime ir net valdyme yra didesnė. Bankai yra pagrindiniai bendrovių išorinio finansavimo šaltiniai, taip pat sutraukia ir reikšmingą dalį namų ūkių santaupų. Ši sistema pasižymi aktyviu bankų dalyvavimu įmonių nuosavybėje ir valdyme, taip pat jų įtaka kitoms finansų sektoriaus sritims. Šalies bendrovės ilgą laiką turėjo daug vidinio finansavimo galimybių. Be to, Vokietijos pensijų kaupimo sistema, grįsta einamaisiais mokėjimais, nesudarė prielaidų pensijų fondų kūrimuisi. Visa tai neskatinė šalies kapitalo rinkos vystymosi (Hackethal ir kt., 2006). Vokietijos centrinio banko duomenimis, 2004 metais bankai finansinės veiklos nevykdančioms Vokietijos įmonėms suteikė 3195,14 mlrd. eurų paskolų (tai sudarė 145,52 proc. šalies BVP), tuo tarpu Vokietijos kapitalo rinkos kapitalizacija tesudarė 878,81 mlrd. eurų (40,02 proc. šalies BVP). Eurostat duomenimis, 2004 – 2011 metais Vokietijos kapitalo rinkos kapitalizacija sudarė apie 40–60 proc. šalies BVP.

Vokietijos, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 7 priede.

### 3.2.2. Austrija

Vieni svarbiausių korporatyvinio valdymo klausimus reguliuojantys teisės aktai Austrijoje yra Akcinių bendrovių įstatymas (*Aktiengesetz*, 1965), Ribotos atsakomybės bendrovių įstatymas (*GmbH-Gesetz*, 1906), Akcijų biržos įstatymas (*Börsegesetz*, 1989) ir Austrijos korporatyvinio valdymo kodeksas (*Österreichischen Corporate Governance Kodex*, 2005). Austrijoje, kaip civilinės teisės tradicijos šalyje, pagrindinės teisės normos yra įtvirtintos įstatymais, o Austrijos korporatyvinio valdymo kodeksas, nors ir yra negriežtosios teisės priemonė, remiasi pagrindinių Austrijos bendrovių teise, vertybinių popierių teise, kapitalo rinką reguliuojančių įstatymų nuostatomis. Pažymėtina, kad įstatymuose įtvirtintas teisės normas aiškina Aukščiausiasis Teismas ir, atsižvelgiant į tai, kad Austrijos ir Vokietijos bendrovių teisė ypač panaši, Austrijos Aukščiausiojo Teismo sprendimams, ypač susijusiems su bendrovių teise ir korporatyviniu valdymu, reikšmingą įtaką daro Vokietijos jurisprudencija.

Austrijos, kaip ir Vokietijos, korporatyvinio valdymo sistemai yra būdinga suinteresuotų grupių teorija (angl. *stakeholders theory*), kuri remiasi suinteresuotų grupių gerovės suderinimu. Austrijos teisė įpareigoja bendrovių vadovus veikti išimtinai bendrovės interesais, o tai apima akcininkų, darbuotojų, kreditorių ir visuomenės interesus. Austrijos Aukščiausiasis Teismas yra pabrėžęs, kad vadovai negali veikti vien tik akcininkų naudai (Europos Komisijos studija dėl vadovų pareigų ir atsakomybės, 2013).

Bendrovės Austrijoje, kaip ir Vokietijoje, pasižymi ypač aukšta nuosavybės koncentracija, palyginti su kitomis Europos Sąjungos valstybėmis narėmis. F. Barcos ir M. Bechto (2001) duomenimis, Austrijoje tik 32 proc. bendrovių nebuvo daugumą balsų suteikiančių akcijų turėtojo, o 14 proc. bendrovių nebuvo bent 25 proc. balsų suteikiančių akcijų turėtojo (cit. pagal Europos Komisijos užsakymu atliktą Korporatyvinio valdymo kodeksų, taikomų Europos Sąjungoje ir jos valstybėse narėse, lyginamąją studiją, 2002). Austrijoje, kaip ir Vokietijoje, bendrovėse didžiąją balsų daugumą turi šeimos (45 proc. didžiąją balsų daugumą suteikiančių akcijų paketų), bendrovės (36 proc.), finansinės institucijos (11 proc.) ir Vyriausybė (9 proc.) (Becht ir Mayer, 2000). A. Birkner ir C. Hasenauer (2008) pažymi, kad, skirtingai nuo Vokietijos, kur smulkieji akcininkai turi tam tikrą įtaką akcininkų susirinkimuose, Austrija neturi aktyvių akcininkų grupių tradicijos. Pasaulio banko (2006) duomenimis, Austrijoje 2005 metais smulkiųjų investuotojų apsauga ir akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumas buvo vertinami po 5 balus iš 10 galimų (13 priedas).

Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo mastas Austrijoje 2005 metais vertintas taip pat kaip ir Vokietijoje, tai yra 5 balais iš 10 galimų (13 priedas).

Įmonių perėmimo įstatymas (1998) Austrijoje reikalauja, kad valdymo ir priežiūros organai būtų neutralūs, jeigu yra pateikiamas pasiūlymas perimti bendrovės kontrolę. Šis apribojimas netaikomas tuomet, kai visuotinis akcininkų susirinkimas įpareigoja valdymo ir (ar) priežiūros organą imtis tam tikrų veiksmų.

Austrijoje vidinė bendrovių korporatyvinio valdymo kontrolė, kaip ir Vokietijoje, įgyvendinama per dvipakopę bendrovių valdymo struktūrą, kai bendrovės valdymas yra griežtai atskirtas nuo bendrovės kontrolės. Austrijos akcinių bendrovių įstatymas (1965) nurodo, kad į bendrovių valdymo organų sudėtį įeina už bendrovės valdymą atsakingas valdymo organas ir privalomas valdymo organo veiklą prižiūrintis priežiūros organas. Bendrovės priežiūros organo nariai yra renkami bendrovės akcininkų ir tam tikrais įstatyme nustatytais atvejais – bendrovės darbuotojų, o valdymo organo narius skiria priežiūros organas.

Austrija turi galias darbuotojų atstovavimo bendrovių veikloje tradicijas. Teisės aktai įtvirtina privalomą darbuotojų atstovų dalyvavimą valdant bendroves (Įmonių struktūros įstatymas, 1974).

Austrijoje yra reikalaujama atskleisti tik valdymo organo narių atlyginimo politiką, tačiau tai nėra įstatyminė nuostata, o grindžiama „laikykis arba paaiškink“ principu. Reikalavimo, kad sprendimą dėl atlyginimo politikos priimtų visuotinis akcininkų susirinkimas, nėra (Europos Komisijos ataskaita dėl Europos Komisijos rekomendacijos dėl direktorių atlyginimų taikymo, 2007).

Austrijos finansų sistemoje, kuri turi daug panašumų su Vokietijos finansų sistema, esminį vaidmenį vaidina bankai, ypač bendrovių finansavime. Austrijos bankų sistema vadinama universalia, nes pasižymi ne tik įprastu su lėšų skolinimu susijusių veiklų vykdymu, bet ir investicijų valdymo funkcijų atlikimu. Atsižvelgiant į tai, kad didžiąją santaupų dalį akumuliuoja bankai, jie yra ir pagrindiniai verslo finansavimo šaltiniai. Austrijos bankai turi glaudžius santykius su verslu, ypač su tomis įmonėmis, kurioms suteikė finansavimą, ir tai veikia bendrovių korporatyvinio valdymo praktiką, kuriai būdingas bankų atstovų dalyvavimas bendrovių valdymo organuose.

Vienos vertybinių popierių birža, nors ir būdama viena seniausių Europos biržų ir svarbi istorinėse Austrijos–Vengrijos imperijos teritorijose, buvo laikoma kaip maža, nelikvidi ir mažai reikšminga rinka. Pastaruoju metu ši birža, pabrėždama savo svarbą Austrijos kapitalo rinkoje, kaip moderni, į vartotojus ir rinką orientuota paslaugų teikėja, siekia konsoliduotis su kitomis biržomis ir dominuoti Centrinėje ir Rytų Europoje (Wurm, 2006). Vienos vertybinių popierių birža kartu su Prahos, Budapešto ir Liubljanos biržomis priklauso CEE vertybinių popierių biržų grupei, kuri yra didžiausia Centrinėje ir Rytų Europoje.

Austrijos, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 8 priede.

### **3.3. Romanų teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė**

Šiame disertacijos skyriuje pateikiami romanų teisės tradiciją turinčių valstybių narių, kaip atskirų atvejų, korporatyvinio valdymo kaitos ir kapitalo rinkų analizės rezultatai. Romanų teisės tradicija kildinama iš romėnų teisės, kuriai didelę įtaką turėjo Napoleono kodeksas (1804), apibrėžęs esminius nuosavybės apsaugos ir sutarčių teisės principus. Romanų teisės tradicija yra vienas iš civilinės teisės tradicijos pogrupių, todėl jai būdingi ankstesniuose disertacijos skyriuose minėti civilinės teisės tradicijai priskiriami bruožai, tokie kaip sisteminis teisinio mąstymo stilius, pasireiškiantis teisės normų kodifikacija, didesnė įstatymo, o ne teismo sprendimų svarba teisės šaltinių sistemoje, stiprus valstybės vaidmuo civilinių teisinių santykių reguliavime, pasireiškiantis griežtosios teisės priemonių teisėkūroje dominavimu.

Empiriniam tyrimui atlikti buvo atrinktos dvi romanų teisės tradicijai atstovaujantios valstybės narės – Prancūzija ir Portugalija.

#### **3.3.1. Prancūzija**

Svarbiausius korporatyvinio valdymo klausimus Prancūzijoje reguliuoja Civilinis kodeksas (*Code civil*), Komercinis kodeksas (*Code de commerce*), Monetarinis – finansinis kodeksas (*Code monétaire et financier*), taip pat korporatyvinio valdymo kodeksai (Prancūzijos ekonominės politikos asociacijos–Prancūzijos įmonių judėjimo AFEP–MEDEF patvirtintas kodeksas, ir „Middlenext“ kodeksas, skirtas smulkioms ir vidutinėms bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama biržoje).

Prancūzijos civilinis kodeksas nurodo, kad bendrovės vadovai turi veikti bendrovės interesų naudai, tačiau teisės aktai neapibrėžia bendrovės interesų turinio. Tai lemia teismų išaiškinimų svarbą vertinant bendrovės interesų turinį. Europos Komisijos studijoje dėl vadovų pareigų ir atsakomybės (2013) pažymima, kad bendrovės interesai priklausomai nuo aplinkybių gali būti interpretuojami trimis būdais, kai atsižvelgiama į pačios bendrovės interesus, socialinius interesus ir akcininkų interesus. Bendrovės interesų turinys pagal Prancūzijos teisę nėra aiškus ir neaišku, kurį interpretavimo būdą turėjo mintyje įstatymų leidėjas ir kokie buvo įstatymų leidėjo ketinimai (Bezard, 2004).

Bendrovėms Prancūzijoje, kaip ir Vokietijoje, būdinga koncentruota nuosavybės struktūra (Grant ir Kirchmaier, 2004). A. Murphy (2005) pažymi, kad dėl silpnos investuotojų interesų apsaugos šalyje Prancūzijos bendrovių nuosavybės struktūros esminiai bruožai yra aukšta nuosavybės koncentracija, didelės akcijų dalies priklausymas šeimoms ir didelė kontroliuojančiųjų bendrovių įtaka. Dėl susiklosčiusių istorinių aplinkybių Prancūzijoje yra

silpni bendrovių finansavimo per kapitalo rinkas ir bankus kanalai, todėl didelė svarba suteikta finansavimuisi. Būtent paplitęs bendrovių veiklos finansavimas iš vidinių asmenų (esamų akcininkų) lėšų lemia tai, kad nuosavybė koncentruojasi šeimų ir privačių asmenų rankose. Atkreiptinas dėmesys ir į tai, kad bendrovių nuosavybės struktūroje didžiausią dalį 2004 metais sudarė užsienio investuotojai (37,9 proc.), Prancūzijos instituciniai investuotojai (29,4 proc.), kitos nefinansinės bendrovės (19,4 proc.), privatūs investuotojai (8,9 proc.) (Charreaux ir Wirtz, 2007). Palyginti su kitomis Europos Sąjungos valstybėmis narėmis, Prancūzija pasižymi tarptautiškiausia bendrovių akcininkų struktūra.

Pasaulio banko (2006) duomenimis, Prancūzijoje 2005 metais smulkiųjų investuotojų apsauga vertinta 5,7, o akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumas vertintas 5 balais iš 10 galimų balų (13 priedas).

Atkreiptinas dėmesys, kad, Towers Perrin (2000) duomenimis, Prancūzijoje tipinis visuminis pagrindinio vykdomojo direktoriaus atlyginimas didelėje industrinėje bendrovėje sudaro apie 540 tūkst. USD ir yra gerokai mažesnis, palyginti su Jungtine Karalyste (apie 720 tūkst.), tačiau didesnis negu Vokietijoje (apie 422 tūkst.) (cit. pagal Becht, Bolton ir Röell, 2005).

Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo mastas Prancūzijoje 2005 metais vertintas 9 balais iš 10 galimų (13 priedas).

Prancūzijos komercinis kodeksas leidžia bendrovėms pasirinkti vienpakopę, kai bendrovė yra valdoma direktorių valdybos (pranc. *conseil d'administration*), arba dvipakopę, kai bendrovės valdymą sudaro valdymo organas (pranc. *directoire*) ir priežiūros organas (pranc. *conseil de surveillance*), valdymo struktūrą. Be to, nuo 2001 metų vienpakopę valdymo struktūrą turinčioms bendrovėms sudaryta galimybė vieną asmenį iš direktorių valdybos skirti vykdomuoju direktoriumi (pranc. *président directeur general PDG*). Vis dėlto pažymėtina, kad vienpakopė valdymo struktūra bendrovėse, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, yra dažniausia, ir 2005 metais apie 73 proc. tokių bendrovių buvo paskyrusios nepriklausomus direktorius, o 2010 metais šis skaičius pakilo iki 94,6 proc. (Mizuno, 2014).

Darbuotojų įtraukimas į bendrovės valdymą nebuvo būdingas Prancūzijos bendrovėms, išskyrus valstybės valdomas arba privatizuotas įmones. Vis dėlto 2013 metais reguliavimas iš esmės pasikeitė ir Prancūzijos komercinis kodeksas apibrėžė darbuotojų dalyvavimo bendrovės valdyme taisykles.

M. Mizuno (2014) pažymi, kad Prancūzijoje įmonių perėmimą ribojančių priemonių taikymas bendrovėse yra nedažnas. Paprastai yra naudojamos „nuodingomis piliulėmis“, „auksiniais parašutais“ ar neribojamos papildomų bendrovės akcijų išleidimo galimybės.

Nors Prancūzijos finansų sistemoje bankai vaidina reikšmingą vaidmenį finansuojant bendrovių veiklą, finansų sektoriaus liberalizavimas, ypač suaktyvėjęs praėjusio amžiaus devintajame dešimtmetyje, pasireiškė kapitalo rinkos svarbos didėjimu, didino šios rinkos patrauklumą tarptautiniams investuotojams ir skatino jos integraciją į pasaulinę rinką (Blot ir kt., 2014). Prancūzijoje vertybinių popierių rinka organizuojama per „Euronext Paris“. Paryžiaus vertybinių popierių biržai susijungus su Amsterdamo, Lisabonos ir Briuselio biržomis, 2000 metais buvo sukurta „Euronext“ birža, kuri yra antroji pagal dydį vertybinių popierių birža Europoje. Šiuo metu ji priklauso „NYSE Euronext“ grupei ir laikoma pirmąja globalia vertybinių popierių birža. Vis dėlto pažymėtina, kad Prancūzijoje bendrovių, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama viešai, dalis, palyginti su šalyje galimų kitų verslo teisinių formų įmonių skaičiumi, yra viena mažiausių tarp Europos Sąjungos valstybių narių (žr. 4 priedą: 2004 metais – 0,1 proc.; 2007 metais – 0,1 proc.; 2010 metais – 0,2 proc.).

Prancūzijos, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 9 priede.

### **3.3.2. Portugalija**

Svarbiausios korporatyvinio valdymo nuostatos Portugalijoje yra įtvirtintos Civiliniame kodekse (*Código Civil*, 1966), Komercinių bendrovių įstatyme (*Código das Sociedades Comerciais*, 1986), Vertybinių popierių kodekse (*Código dos Valores Mobiliários*, 1999), Portugalijos korporatyvinio valdymo kodekse (*Código de Governo das Sociedades*, 2007). Teismų sprendimai, kaip ir teisės doktrina, vaidina pagalbinį vaidmenį interpretuojant ir taikant įstatymus. Kaip pažymima Europos Komisijos studijoje dėl vadovų pareigų ir atsakomybės (2013), vadovų pareigų bei atsakomybės klausimais teismų sprendimai yra gana reti, tačiau į mokslinę literatūrą teismuose yra dažnai atsižvelgiama sprendžiant korporatyvinio valdymo klausimus.

Europos Komisijos studijoje dėl vadovų pareigų ir atsakomybės (2013) pažymima, kad Portugalija gali būti laikoma „transplantuotos šalies“ pavyzdžiu, tai yra šalies nacionalinis reguliavimas nėra išsivystęs iš jos teisės sistemos, o yra inspiruotas ar net grįstas užsienio šalių teisės modeliais (Pistor, Keenam ir kt., 2003). Minimoje studijoje yra pažymima, kad Portugalijos bendrovių valdymo kodekse (2007) yra įvertintos Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo tendencijos. Kartu minima, kad dėl Europos Sąjungos priimamų direktyvų, siekiant suderinti bendrovių teisę, Portugalijos bendrovių teisei būdingas Bendrovių teisės aukšto lygio ekspertų grupės ataskaitoje (2002) minimas sustabarėjimas.

Atsižvelgiant į Portugalijos komercinių bendrovių įstatymo (1986) nuostatas, akcentuojančias, kad bendrovės vadovas turi veikti bendrovės interesais, įvertindamas akcininkų ilgalaikius interesus ir atsižvelgdamas į kitų suinteresuotų grupių, tokių kaip darbuotojai,

klientai ir kreditoriai, interesus, kurie yra svarbūs bendrovės tvarumui, pažymėtinas suinteresuotų asmenų teorijos būdingumas Portugalijos korporatyvinio valdymo sistemai.

Portugalijos akcinių bendrovių (portugal. *sociedade anónima*) valdymo struktūra gali būti trijų modelių (Portugalijos komercinių bendrovių įstatymas, 1986). Pirmojo modelio, vadinamojo lotyniškuoju, ar klasikiniu, modeliu, atveju bendrovėje yra sudaroma direktorių valdyba arba vienas direktorius, priklausomai nuo bendrovės akcinio kapitalo dydžio, ir auditorių valdyba (jeigu bendrovės akcijomis yra prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, turi būti ir licencijuotas finansininkas). Antrojo modelio, vadinamojo anglosaksų modeliu, bendrovės valdymas susideda iš direktorių valdybos, turinčios audito komitetą, kuris yra sudarytas iš ne vykdomųjų direktorių, ir licencijuoto finansininko. Trečiasis modelis, vadinamasis vokiškuoju, arba dualistiniu, modeliu, susideda iš vykdomosios valdybos arba vieno direktoriaus, priklausomai nuo bendrovės akcinio kapitalo dydžio, visuotinės ir priežiūros valdybos ir licencijuoto finansininko. Bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į prekybą reguliuojamojoje rinkoje, valdymas paprastai yra organizuojamas pagal anglosaksų arba vokiškąjį modelį. Tokių bendrovių valdymo ypatumus nustato ir Portugalijos bendrovių valdymo kodeksas (2007).

Portugalijai nėra būdingas plačių galimybių suteikimas darbuotojams dalyvauti bendrovių valdyme. Tik išskirtiniais atvejais, pavyzdžiui, bendrovių jungimosi atveju, darbuotojai turi teisę išreikšti savo nuomonę.

Portugalijos bendrovės pasižymi koncentruota nuosavybės struktūra. Didžioji bendrovių akcijų dalis priklauso šeimoms, bankams, kitoms bendrovėms ar valstybei. Portugalijos vertybinių popierių rinkos komisija (2011) Korporatyvinio valdymo ataskaitoje pažymėjo, kad 2009 metais bendrovių koncentruota nuosavybė sudarė 76,6 proc. bendrovių akcinio kapitalo, o tai sudaro 69,2 proc. rinkos kapitalizacijos. Siekiant, kad bendrovės užtikrintų sprendimų priėmimo akcininkų susirinkimuose skaidrumą ir naikintų apribojimus akcininkams balsuoti paštu ar su įgaliojimais, skatintas smulkiųjų investuotojų asociacijų kūrimasis (OECD, 2004). Vis dėlto Portugalijos komercinių bendrovių įstatymas (1986) nenustato specialių nuostatų, skirtų smulkiųjų akcininkų teisių apsaugai, tačiau jame yra įtvirtintas bendrasis principas, kad vienodomis sąlygomis visi akcininkai turi būti traktuojami vienodai. Pasaulio bankas (2006) 2005 metais Portugalijoje smulkiųjų investuotojų apsaugą vertino 6 balais, o akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumą 7 balais iš 10 galimų (13 priedas).

Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo mastas Portugalijoje 2005 metais vertintas 6 balais iš 10 galimų (13 priedas).

Bendrovėse atlyginimų politika yra aiškiai susieta su bendrovės veiklos rezultatais ir pasižymi lankstumu keisti atlyginimo dydžius vadovams atsižvelgiant į mikroekonomikos ir makroekonomikos aplinkybes (Idowu ir Caliyurt, 2014).

Kaip pažymi B. Mota ir M. Montezas (2013), korporatyvinio valdymo sistema Portugalijoje, nepaisant didelės dalies nuostatų reguliavimo teisės aktais, reikšmingai remiasi bendrovių reguliavimusi ir rinkos kontrole. Komisijos užsakytos studijos dėl korporatyvinio valdymo praktikos stebėjimo ir įgyvendinimo valstybėse narėse (2009) duomenimis, Portugalijoje griežtosios ir negriežtosios teisės balansas reguliuojant korporatyvinio valdymo klausimus laikytinas geru ir yra aukščiau negu Europos Sąjungos šalių medianinis vidurkis. Pažymėtina, kad tam tikrų korporatyvinio valdymo nuostatų įtraukimas į Portugalijos bendrovių valdymo kodeksą (2007), kuris laikomas negriežtosios teisės dalimi, užkirto kelią jų reguliavimui teisės aktais.

Vertinant Portugalijos bendrovių valdymo kodekso (2007) nuostatas pažymėtina, kad griežtosios ir negriežtosios teisės balansas šiame kodekse yra aukščiau negu Europos Sąjungos šalių medianinis vidurkis (Europos Komisijos studija dėl vadovų pareigų ir atsakomybės, 2013). „Laikykis arba paaiškink“ principas suteikia bendrovėms daugiau lankstumo įgyvendinant korporatyvinio valdymo reikalavimus, bet vis dėlto šio lankstumo nepakanka. Europos Komisijos užsakytos studijos dėl korporatyvinio valdymo praktikos stebėjimo ir įgyvendinimo valstybėse narėse (2009) duomenimis, Portugalijoje bendrovės laikosi principo „laikykis arba paaiškink“, tačiau aiškinama informacija pasižymi labai mažu informatyvumu.

Portugalijos finansų sistema įvardijama kaip į bankus orientuota finansų sistema (Levine ir Demirgüç-Kunt, 1999). Bendrovės teikia pirmenybę bankų teikiamoms finansavimo galimybėms. Iš esmės tik nedaug bendrovių yra finansuojamos per kapitalo rinką, išleidžiant tiek akcijas, tiek obligacijas, ir tai atspindi smulkiojo verslo dominavimą Portugalijos verslo aplinkoje (Lagoa ir kt., 2014). Portugalijoje vertybinių popierių rinka organizuojama per „Euronext“ biržą, kuri susikūrė susijungus Paryžiaus, Amsterdamo, Lisabonos ir Briuselio biržoms ir yra antroji pagal dydį vertybinių popierių birža Europoje. Šiuo metu ji priklauso NYSE Euronext grupei ir laikoma pirmąja globalia vertybinių popierių birža.

Portugalijos, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 10 priede.

### **3.4. Postsocialistinę teisės tradiciją turinčių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų analizė**

Šiame disertacijos skyriuje pateikiami postsocialistinę teisės tradiciją turinčių valstybių narių, kaip atskirų atvejų, korporatyvinio valdymo kaitos ir kapitalo rinkų analizės rezultatai. Žlugus socialistiniam blokui, o kartu ir jame egzistavusiai socialistinės teisės tradicijai, ši teisės

tradicija tapo kontinentinės teisės tradicijos sudėtine dalimi. Rytų ir Centrinės Europos šalyse socialistinė teisės tradicija keitėsi į prancūzų arba vokiečių civilinės teisės tradicijas, egzistavusias iki Sovietų sąjungos įkūrimo, tačiau tarp Rytų ir Vakarų vis tiek liko teisinės kultūros ir teisinio stiliaus skirtumų, apibrėžiančių šių šalių teisinių sistemų išskirtinumą.

Empiriniam tyrimui atlikti buvo atrinktos dvi postsocialistinei teisės tradicijai atstovaujančios valstybės narės – Lenkija ir Lietuva.

### **3.4.1. Lenkija**

Pagrindinius korporatyvinio valdymo klausimus Lenkijoje reguliuoja Civilinis kodeksas (*Kodeks cywilny*, 1964), Komercinių bendrijų ir bendrovių kodeksas (*Kodeks spółek handlowych*, 2000), Viešo siūlymo, finansinių instrumentų įtraukimo į organizuotą prekybą sąlygų ir viešų akcinių bendrovių įstatymas (2005), Kapitalo rinkos priežiūros įstatymas (2005), Prekybos finansinėmis priemonėmis įstatymas (2005), taip pat Varšuvos vertybinių popierių biržos patvirtintos Bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama Varšuvos vertybinių popierių biržoje, geriausios praktikos gairės (2002), kurių laikymasis grindžiamas „laikykis arba paaiškink“ principu.

Istoriškai Lenkijos bendrovių teisė buvo stipriai veikiama vokiečių teisės. Kaip pažymi K. Oplustil ir A. Radwan (2010), tiek po socialistinio režimo griūties priimtas Komercinių bendrijų ir bendrovių kodeksas (2000), tiek ir jo pirmtakas Komercinis kodeksas (1934) atspindėjo Vokietijos ir Austrijos teisės tradicijas, nors dėl istorinių ir kultūrinių priežasčių Lenkijos teisė buvo veikiama ir prancūzų ar net angloamerikiečių teisės. S. Soltysinski (2004) daugumą Komercinio bendrijų ir bendrovių kodekso nuostatų apibūdina kaip vokiškojo modelio „slaviškąją“ imitaciją. Kaip pažymi J. Kolacz (2009), po socialistinio režimo kuriant Komercinių bendrijų ir bendrovių kodeksą (2000) reguliavimą Vokietijos patirtimi pasinaudota akcininkų atsakomybės, juridinio asmens organizavimo formų, pavadinimo, kapitalo formavimo, tam tikrose valdymo struktūros organizavimo srityse.

Lenkijos komercinių bendrijų ir bendrovių kodeksas (2000) nustato, kad vadovai turi veikti bendrovės naudai, tačiau bendrovės interesų apibrėžimo teisės aktai nepateikia. Vis dėlto K. Oplustil (2010) pažymi, kad bendrovės interesų sąvoka neturėtų būti interpretuojama abstrakčiai ir atskirai nuo investuotojų interesų. Bendrovės interesai vertinami kaip pridėtiniai prie akcininkų interesų. Nors bendrovės interesai apima ir suinteresuotų grupių interesus, tačiau tai nereiškia, kad visų grupių interesai turi vienodą reikšmę. Akcininkai yra bendrovės naudos gavėjai, o jų reikalavimai tenkinami paskiausiai, todėl jų interesai turėtų turėti stipriausią įtaką interpretuojant „bendrovės interesų“ sąvokos turinį.

Lenkijos bendrovių nuosavybės struktūra pasižymi labai dideliu koncentruotumu (2000 metais Lenkijos bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama vertybinių popierių biržoje, vidutiniškai didžiausias balsavimo teisių paketas sudarė apie 44,6 proc.), kurią lėmė po socialistinio režimo pabaigos vykdyta bendrovių privatizavimo politika, silpni valstybės sukurti investuotojų apsaugos mechanizmai ir nepakankama jų įgyvendinimo užtikrinimo kontrolė (Tamowicz, Dzierzanowski, 2002). Be to, didelė dalis bendrovių yra valdoma šeimų, kai tas pats asmuo atlieka tris vaidmenis, tai yra ir bendrovės steigėjas, ir kontroliuojantysis akcininkas, ir vadovas (Stroinski, 2005). Dėl koncentruotos nuosavybės struktūros Lenkijos bendrovėse vadovai tampa stipriai priklausomi nuo kontroliuojančiojo akcininko.

Europos vertybinių popierių biržų federacijos FESE (2007) duomenimis, 2005 metais užsienio investuotojai sudarė didžiausią dalį Lenkijos bendrovių savininkų – 38 proc., viešasis sektorius 20 proc., individualūs investuotojai ir privačios finansų institucijos po 17 proc., privačios nefinansinės institucijos 8 proc.

Lenkijos korporatyvinio valdymo sistema laikytina „vidinių“ asmenų kontroliuojama sistema, tačiau vis dėlto turinti skirtumų nuo vokiškosios į bankus ir suinteresuotų grupių interesus orientuotos sistemos (Oplustil ir Radwan, 2010).

K. Oplustil ir A. Radwan (2010) pažymi, kad bendrovių koncentruota nuosavybė Lenkijoje kelia daug problemų, tokių kaip konfliktą tarp stambiųjų ir smulkiųjų akcininkų, dėl kontrolės turėjimo kontroliuojančiųjų akcininkų patiriamą naudą smulkiųjų akcininkų sąskaita (turto ir pelno pasisavinimą, paslėptų dividendų išsimokėjimą) bei nevienodą valdymo organų smulkiųjų ir stambiųjų akcininkų traktavimą.

Pasaulio banko (2006) duomenimis, Lenkijoje 2005 metais smulkiųjų investuotojų apsauga vertinta 5,7, o akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumas vertintas 8 balais iš 10 galimų. Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo mastas Lenkijoje 2005 metais vertintas 7 balais iš 10 galimų (13 priedas).

Akcinių bendrovių valdymo struktūra Lenkijoje yra dvipakopė, kokia yra būdinga ir Vokietijos teisei. Valdymo organas yra atsakingas už kasdieninių verslo reikalų tvarkymą, o priežiūros organas prižiūri valdymo organo veiklą. K. Oplustil ir A. Radwan (2010) pastebi, kad ši sistema yra taip giliai įleidusi šaknis į Lenkijos teisės sistemą, kad net atsiradus galimybei akcininkams pasirinkti kitokią bendrovės valdymo struktūrą, abejotina, ar jie tokia teise pasinaudotų. Komercinių bendrijų ir bendrovių kodeksas (2000) nurodo, kad jeigu priežiūros organas yra sudaromas, tai bendrovės valdymo organo narys tuo pačiu metu negali būti ir priežiūros organo nariu. Teisės aktai neįtvirtina privalomo darbuotojų dalyvavimo bendrovių valdyme, išskyrus tam tikrus atvejus, kai darbuotojų dalyvavimas bendrovės priežiūros organe galimas valstybės valdomose ir privatizuotose įmonėse.

Koncentruota bendrovių nuosavybė ir kitos struktūrinės kliūtys, tokios kaip žemas prekybos vertybiniais popieriais likvidumas, nepakankamas bankų ir teisės ekspertų įmonių perėmimo srityje skaičius, lemia, kad prielaidos bendrovių kontrolės rinkos funkcionavimui kaip priemonės disciplinuoti bendrovių vadovus yra menkos. Įmonių perėmimo ir jungimosi atvejai dažniausiai yra draugiško pobūdžio (Oplustil ir Radwan, 2010). Pasaulio bankas (2005), vertindamas Lenkijos korporatyvinio valdymo sistemos atitiktį EBPO patvirtintiems Korporatyvinio valdymo principams, pažymėjo, kad dėl leidžiamų taikyti įmonių perėmimą ribojančių priemonių ir koncentruotos bendrovių nuosavybės struktūros Lenkijoje yra mažai priešišku bendrovių perėmimo atveju, ir bendrovių kontrolės rinką Lenkijoje įvertino 3 balais iš 5 galimų. Atkreiptinas dėmesys ir į tai, kad Lenkijoje buvo vėluojama įgyvendinti Bendrovių perėmimo direktyvos nuostatas.

Kapitalo rinka Lenkijoje vaidina menką vaidmenį aprūpinant bendroves kapitalu (Kolacz, 2009). Tradiciškai finansavimas paskolomis vaidino esminį vaidmenį suteikiant bendrovėms kapitalą. Nors bankai aktyviai dalyvauja bendrovių kapitale, tačiau jų įtaka korporatyviniam valdymui palyginti menka. A. Slomka-Golebiowska (2007) (cit. pagal J. Kolacz, 2009) tyrimo duomenimis, 1999 – 2002 metais Lenkijos bendrovių, kurių vertybiniais popieriais buvo prekiaujama biržoje ir kurių priežiūros organuose buvo banko atstovas, finansavimas labiau rėmėsi banko paskolomis, o ne vidinių šaltinių galimybėmis. Bendrovės, kurių priežiūros organe nebuvo banko atstovo, buvo finansuojamos iš vidinių šaltinių, o ne banko paskolomis.

Varšuvos vertybinių popierių birža įsteigta 1991 metais, jos akcijos priklausė valstybės išdui. 2005–2007 metais ši birža buvo labiausiai auganti rinka Centrinėje ir Rytų Europoje, stipriai konkuruojanti su Vienos vertybinių popierių birža. 2007 metų pabaigoje Varšuvos vertybinių popierių biržos kapitalizacija sudarė 51 proc. visų bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama dešimties naujųjų Europos Sąjungos valstybių narių biržose, rinkos vertės, taip pat buvo antra pagal pirminių viešų akcijų siūlymų skaičių Europoje, nusileidusi tik Londono vertybinių popierių biržai (Varšuvos vertybinių popierių birža, 2007).

Lenkijos, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 11 priede.

### **3.4.2. Lietuva**

Lietuvai 1990 metais atkūrus nepriklausomybę ir perėjus prie rinkos ekonomikos bendrovių teisė čia neturi gilių susiformavusių tradicijų ir yra kuriama neužpildytoje erdvėje. Didžioji dalis bendrovių teisės atspindi Europos Sąjungos šioje srityje priimtus teisės aktus. Vertybinių popierių biržos „NASDAQ OMX Vilnius“ listinguojamų bendrovių valdymo

kodeksas (2006) taip pat yra Europos Sąjungos, o kartu ir Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (EBPO) įtakos rezultatas.

Pagrindinės korporatyvinio valdymo nuostatos Lietuvoje yra įtvirtintos Civiliniame kodekse (2000), Akcinių bendrovių įstatyme (2000), Vertybinių popierių įstatyme (2007), Finansinių priemonių rinkų įstatyme (2007), „Nasdaq OMX Vilnius“ listinguojamų bendrovių valdymo kodekse (2006), taip pat ir Baltijos korporatyvinio valdymo instituto patvirtintame dokumente „Bendrovių valdymo gairės ir principai nelistinguojamoms Baltijos šalių bendrovėms“ (2012).

Akcinių bendrovių įstatymas (2000) nurodo, kad bendrovės valdymo organai privalo veikti bendrovės ir jos akcininkų naudai. Atkreiptinas dėmesys, kad šiame įstatyme tiek bendrovės, tiek akcininkų nauda yra vienodai pabrėžiama. Civilinis kodeksas (2000) neišskiria akcininkų kaip atskiros grupės, kurios atžvilgiu bendrovės valdymo organas turėtų išskirtinių pareigų, ir reikalauja, kad valdymo organo narys turi būti lojalus bendrovei, o jeigu neatliko arba netinkamai atliko savo pareigas, tai privalo padarytą žalą atlyginti pačiai bendrovei. Pabrėžtinos „Nasdaq OMX Vilnius“ listinguojamų bendrovių valdymo kodekso (2006) nuostatos, kurios pažymi, kad pagrindinis bendrovės tikslas turėtų būti visų akcininkų interesų tenkinimas, užtikrinant nuolatinį akcininkų nuosavybės vertės didinimą. Nors taip pat yra pažymima, kad bendrovės valdymo ir priežiūros organai turėtų užtikrinti, kad būtų gerbiamos ne tik bendrovės akcininkų, bet ir kitų bendrovės veikloje dalyvaujančių ar su ta veikla susijusių asmenų (darbuotojų, kreditorių, tiekėjų, klientų, vietos bendruomenės) teisės ir interesai, vis dėlto svarbiausias akcentas yra akcininkų interesų tenkinimas ir jų nuosavybės vertės didinimas.

Lietuvoje bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, būdinga aukšta nuosavybės koncentracija, kai vienas ar keli akcininkai visiškai kontroliuoja bendrovę ir aktyviai kontroliuoja valdymo organus. Daugelio bendrovių, kurių vertybiniais popieriais 2003–2010 metais prekiauta „Nasdaq OMX Vilnius“ biržoje, stambiausias akcininkas valdė nuo 50 proc. iki 75 proc. bendrovės akcijų, ir matoma koncentracijos augimo tendencija (Miliukaitė, 2011). Didžiausia koncentracija fiksuojama valstybės valdomose įmonėse, kiek mažesnė, tačiau taip pat didelė, Lietuvos ir užsienio kapitalo bendrovėse. Tokioje situacijoje interesų konfliktas yra tarp stambiųjų ir smulkiųjų akcininkų, kai valdymo organai yra pasyvūs, nesavarankiškai ir vykdo kontroliuojančiųjų akcininkų instrukcijas, trūksta skaidrumo priimant bendrovei svarbius sprendimus, kyla sandorių tarp susijusių asmenų problema. R. Čiočys (2013) pažymi, kad didelė nuosavybės koncentracija ir Lietuvos, kaip mažos jurisdikcijos, ypatumai lemia, kad Lietuvoje mažiau aktualios yra akcininkų ir vadovų interesų konflikto, racionalios akcininkų apatijos, kuri pasireiškia esant išskaidytai bendrovės nuosavybės struktūrai, problemos, todėl Lietuvai mažiau aktualios yra ir Europos Sąjungos iniciatyvos, skirtos kovoti

su šiomis problemomis (būtent naudojimosi akcininkų balsavimo teisėmis skatinimas ar reikalavimas pateikti akcininkams informaciją apie valdymo organo narių atlygį).

Pasaulio banko (2006) duomenimis, Lietuvoje 2005 metais smulkiųjų investuotojų apsauga vertinta 5, o akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumas vertintas 6 balais iš 10 galimų (13 priedas). Antra vertus, Lietuvos banko atlikto tyrimo duomenimis („Bendrovių valdymo praktikos apžvalga“, 2011), Lietuvos bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, atstovų nuomone, jų smulkieji akcininkai yra pakankamai apsaugoti, tačiau jie per mažai naudojami savo teisėmis ir yra neaktyvūs. Šių bendrovių visuotiniuose akcininkų susitikimuose dalyvauja vidutiniškai apie 25 proc. smulkiųjų akcininkų.

R. Čiočys (2013) pažymi, kad Lietuvoje nėra susiformavusios valdymo organų narių atlyginimo mokėjimo dydžio ir formos tradicijos ar praktikos. Atlyginimų lygis bendrovėse, kurios nėra kontroliuojamos valstybės ar savivaldybės, yra didesnis nei kitų darbuotojų, tačiau problema, kad valdymo organų narių atlyginimai yra pernelyg dideli ar skatinantys riziką, nėra matoma. Nors aiškių tendencijų dėl atlyginimo formos ir struktūros nėra, tačiau sekant pasaulines tendencijas padažnėjo atvejų, kai atlyginimo dalis mokama akcijų opcionu arba suteikiant akcijų. Dėl koncentruotos nuosavybės struktūros susidaro situacija, kad atlyginimą nustato konkretų valdybos narį paskyręs akcininkas, todėl bendrovėse nesusiformuoja nepriklausomos bendrovės interesais veikiančios valdybos.

Pasaulio banko (2006) duomenimis, informacijos atskleidimo mastas Lietuvoje 2005 metais vertintas 5 balais iš 10 galimų (13 priedas). Visgi minėtina, kad, Lietuvos banko atlikto tyrimo duomenimis (2014), nuo 2008 metų iki 2012 metų matoma naudojimosi viešai neatskleista informacija mažėjimo tendencija.

Lietuvoje Akcinių bendrovių įstatymo nuostatos akcinėms bendrovėms leidžia pasirinkti dvipakopę valdymo struktūrą, kai bendrovėje sudaromi valdymo ir priežiūros organai, arba tam tikros formos vienpakopę valdymo struktūrą, kai bendrovėje sudaromas tik valdymo organas – valdyba, tačiau joje nėra už priežiūrą atsakingų narių. Abiem atvejais turi būti skiriamas vienas fizinis asmuo, atliekantis bendrovės vadovo funkcijas. Atkreiptinas dėmesys į Lietuvos bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, nuomonę, kad daugumai bendrovių būtų priimtinesnė vienpakopė valdymo struktūra, tačiau Akcinių bendrovių įstatymas tokios galimybės nenustato („Bendrovių valdymo praktikos apžvalga“, 2011). Privalomas darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme nėra būdingas Lietuvos teisei ir šios idėjos yra vertinamos kontraversiškai, vis dar prisimenant neigiamas patirtis iš Lietuvos socialistinio laikotarpio (Davulis, 2005), tačiau dėl Europos Sąjungos reguliavimo tam tikrais atvejais tampa privalomas.

Lietuva priskirtina prie šalių, kurios turi į bankus orientuotas finansų sistemas. Kapitalo rinka Lietuvoje nėra pakankamai išvystyta. Šalies vietos vertybinių popierių rinkos kapitalizacija Lietuvoje sudaro mažiau nei 10 % šalies bendrojo vidaus produkto (Europos Komisija, COM (63), 2015). Lietuvoje prielaidos kapitalo rinkai formuotis atsirado po nepriklausomybės atkūrimo 1990 metais, pradėjus vykdyti šalies ekonomikos reformą, paremtą masine privatizacija. Tai reikalavo sukurti struktūrą, kuri suteiktų akcininkams galimybes atlikti sandorius su savo akcijomis. 1993 metais buvo sukurta Nacionalinė vertybinių popierių birža, kurios modelis įdiegtas bendradarbiaujant su „SBF-Bourse de Paris“ ir Prancūzijos depozitoriumu. Šiuo metu vertybinių popierių rinka Lietuvoje organizuojama per „Nasdaq Vilnius“ biržą, kuri priklauso naujai 2008 metais susijungus „Nasdaq“ ir „OMX“ sukurtai organizacijai „Nasdaq OMX Group, Inc.“. „Nasdaq Vilnius“ priklauso bendrai „Nasdaq“ Baltijos rinkai, kurią siekiant sumažinti skirtumus tarp Lietuvos, Estijos ir Latvijos vertybinių popierių rinkų bei palengvinti prekybą vertybiniais popieriais sudaro „Nasdaq“ vertybinių popierių biržos Vilniuje, Taline ir Rygoje.

Lietuvos, kaip atvejo, analizės ataskaita pateikta 12 priede.

### **3.5. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo rezultatai**

Šiame disertacijos skyriuje pateikiami korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu nulemtos korporatyvinio valdymo kaitos valstybėse narėse lyginamosios analizės ir šio reguliavimo poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo rezultatai.

#### **3.5.1. Korporatyvinio valdymo kaitos Europos Sąjungos valstybėse narėse lyginamoji analizė**

Korporatyvinio valdymo pokyčiai valstybėse narėse dėl Europos Sąjungos reguliavimo vertinami pasitelkiant atvejo analizės metodą. Analizuojant kiekvienos tiriamos valstybės narės atvejį naudojami tos šalies ekspertų apklausos, leksimetrikos metodai, teisės aktų ir mokslinės literatūros analizės rezultatai.

Pirmiausia pateikiami ekspertų apklausos rezultatai. Korporatyvinio valdymo kaitą valstybėse narėse, nulemtą korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu, vertino aštuoni apklausoje dalyvavę Europos Sąjungos ekspertai – po vieną kiekvienos tiriamos valstybės narės ekspertą. Ekspertai pasirinkti tikslingai, siekiant, kad jie būtų kompetentingi kompleksiskai vertinti korporatyvinio valdymo ir jo reguliavimo aspektus Europos Sąjungoje. Ekspertai pagal savo dalykines kompetencijas yra šie: du Europos Komisijos neformalios

bendrovių teisės ekspertų grupės nariai, trys – kapitalo rinkos ekspertai (vertybinių popierių biržos vadovas, vertybinių popierių rinkos priežiūrą atliekančios institucijos atstovas, vienos didžiausių pasaulyje investicinio banko antrinės įmonės korporatyvinio valdymo klausimų vadovas) ir trys mokslininkai, tiriantys korporatyvinio valdymo ir kapitalo rinkų problemas. Nors paprastai, siekiant patikimo ir tikslaus tyrimo, apklaustinų ekspertų skaičius yra siūlytinas nuo 5 iki 100 (Augustinaitis ir kt., 2009, Rudzkienė, 2012), tačiau šioje analizėje dėl kompleksinio, apimančio tiek ekonominį, tiek teisinį požiūrį, tematikos supratimo reikalaujančių klausimų, į kuriuos atsakymus galėjo pateikti tik tarpdisciplininę patirtį turintys ekspertai, pobūdžio pirmenybė teikta ne kiekybinei, o kokybinei imčiai. Atsižvelgiant į tai, kad šiame tyrime ekspertų apklausa yra tik vienas iš atvejo analizėje naudojamų metodų, ir remiantis R. Žukauskienės (2008) nuomone, kad kokybiniam tyrimams netaikomi griežti imties tūrio reikalavimai, apklaustų ekspertų skaičius laikomas pakankamu. Ekspertų atsakymų suvestinė pateikta 15 priede.

Ekspertų apklausos rezultatai kartu su teisės aktų bei mokslinės literatūros analizės rezultatais pasitelkiant leksimetrikos metodą leido kiekybiškai įvertinti kiekvienos šalies korporatyvinio valdymo požymių kaitą dėl Europos Sąjungos lygmeniu priimto reguliavimo nuo 0, reiškiančio, kad nebuvo jokios kaitos, iki 2, reiškiančio reikšmingą tam tikro korporatyvinio valdymo požymio kaitą šalyje. Korporatyvinio valdymo pokyčių dėl Europos Sąjungos reguliavimo korporatyvinio valdymo srityje valstybėse narėse vertinimo rezultatai, atspindintys atvejų ataskaitų (5–12 priedai) duomenis, pateikiami 9 lentelėje.

Korporatyvinio valdymo pokyčių dėl Europos Sąjungos reguliavimo korporatyvinio valdymo srityje valstybėse narėse vertinimo rezultatai parodė, kad Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje labiausiai veikė išorinius korporatyvinio valdymo mechanizmus, tokius kaip skaidrumo ir atskaitomybės bendrovėse didėjimą (14 balų), akcininkų teisių apsaugos stiprinimą (10 balų) bei korporatyvinio valdymo reguliavimo negriežtosios teisės priemonėmis didėjimą (10 balų) valstybėse narėse. Visi šie požymiai surinko daugiau nei pusę galimų surinkti balų ir yra būdingi anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui. Tai leidžia teigti, kad dėl Europos Sąjungos reguliavimo valstybėse narėse vyko anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui būdingų požymių įsigalėjimas, ir, vadovaujantis disertacijos 2.5 skyriuje nurodytomis tyrimo rezultatų interpretavimo prielaidomis, patvirtinti hipotezę H1, kad *korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu kreipia valstybių narių korporatyvinį valdymą anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi.*

*Korporatyvinio valdymo pokyčių valstybėse narėse dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu vertinimo rezultatai*

Korporatyvinio valdymo modelis	Korporatyvinio valdymo požymiai	Korporatyvinio valdymo pokyčių dėl Europos Sąjungos reguliavimo įvertinimas balais								
		Anglosaksų		Romanų		Germanų		Postsocialistinė		Iš viso: (maks. 16 balų)
		UK	IE	FR	PT	DE	AT	PL	LT	
Anglosaksų	Skaidrumas ir atskaitomybė	0	2	2	2	2	2	2	2	14
	Akcininkų teisių apsauga	0	1	1	2	1	2	2	1	10
	Negriežtasis reguliavimo pobūdis	0	0	2	1	2	2	1	2	10
	Prielaidos perimti bendrovių kontrolę	0	0	1	2	1	1	1	1	7
	Valdymo struktūra (vienpakopė)	0	0	0	1	1	1	1	2	6
Civilinės teisės	Vadovų atlyginimo formavimas	0	1	2	1	1	0	1	1	7
	Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme	1	1	1	1	0	0	1	1	6
	Valdymo struktūra (dvipakopė)	1	1	0	2	0	0	0	0	4
<b>IŠ VISO:</b>		<b>2</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	

Pažymėtina, kad labiausiai Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje darė poveikį civilinės teisės tradicijos valstybėms narėms: romanų (21 balas), postsocialistinės (19 balų), germanų (16 balų), o mažiausiai – anglosaksų (8 balai) teisės tradicijos valstybėms narėms nepriklausomai nuo jų kapitalo rinkų dydžio. Be to, tyrimo rezultatai parodė, kad anglosaksų teisės tradicijos valstybėse narėse korporatyvinio valdymo pokyčiai pasižymėjo civilinės teisės korporatyvinio valdymo modeliui būdingais bruožais, tokiais kaip darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme ar dvipakopė bendrovių valdymo struktūra. Galima manyti, kad dėl to, jog Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje labiausiai veikė anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui būdingus požymius, poveikis civilinės teisės tradicijos valstybėms narėms buvo didesnis nei anglosaksų teisės tradicijos valstybėms narėms, tačiau pastarųjų korporatyvinio valdymo sistemos papildė civilinės teisės korporatyvinio valdymo modeliui būdingais požymiais. Kaip pažymi ekspertų apklausoje dalyvavęs Jungtinės Karalystės ekspertas, Jungtinės Karalystės rinka jau iki korporatyvinio valdymo bendro reguliavimo Europos Sąjungoje iniciatyvos pradžios turėjo stipriai išvystytą korporatyvinio

valdymo sistemą, o Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimas didžiąja dalimi pasiskolino Jungtinės Karalystės praktiką. Panašią nuomonę išreiškė ir Airijos ekspertas, kuris nurodė, kad tam tikros Europos Sąjungos reguliavimu apimamos sritys Airijoje jau buvo sureguliuotos anksčiau.

Atkreiptinas dėmesys ir į tai, kad valstybių narių, turinčių mažas kapitalo rinkas, korporatyvinis valdymas kito nors ir nežymiai, tačiau stipriau negu tai pačiai teisės tradicijai priskiriamų didelei kapitalo rinkai atstovaujančių valstybių narių. Kaip matyti iš 9 lentelės, anglosaksų teisės tradicijos grupėje Airijos korporatyvinis valdymas (6 balai) dėl Europos Sąjungos reguliavimo kito labiau nei Jungtinės Karalystės (2 balai); romanų teisės tradicijos pogrupyje Portugalijos korporatyvinis valdymas (12 balų) kito labiau nei Prancūzijos (9 balai); postsocialistinės teisės tradicijos pogrupyje Lietuvos korporatyvinis valdymas (10 balų) kito labiau nei Lenkijos (9 balai); tik germanų teisės tradicijos pogrupyje Vokietijos ir Austrijos korporatyvinio valdymo kaita įvertinta vienoda balų suma. Tai gali būti nulemta to, kad didelės kapitalo rinkos pačios jau anksčiau yra paskatinusios aukštesnių ir universalesnių korporatyvinio valdymo reikalavimų įtvirtinimą ir dėl to Europos Sąjungos reguliavimas korporatyviniam valdymui jose turi mažiau įtakos negu mažose kapitalo rinkose.

Atsižvelgiant į tai, kad Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje labiausiai veikė anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui būdingų požymių įsigalėjimą valstybėse narėse, ir į tai, kad šis Europos Sąjungos reguliavimas darė reikšmingai didesnę poveikį civilinės teisės tradicijos negu anglosaksų teisės tradicijos valstybėms narėms, leidžia teigti, kad korporatyvinis valdymas Europos Sąjungos valstybėse narėse kinta anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi.

Gauti tyrimo rezultatai papildė kitų autorių tyrimus, kuriais gautos išvados, kad valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemos konverguoja anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi. Panašių pastebėjimų dėl valstybių narių nacionalinių korporatyvinio valdymo sistemų laipsninės kaitos link anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio pateikia P. Collier ir M. Zaman (2005), kurie atliko 20 valstybių narių korporatyvinio valdymo kodeksų analizę. I. Haxhi ir R. Aguilera (2012) taip pat pažymi, kad anglosaksų praktika yra dominuojantis korporatyvinio valdymo praktikos sklaidos šaltinis. Vis dėlto mokslinėje literatūroje galima aptikti ir kitokius rezultatus atskleidžiančių tyrimų. J. Cicon ir kt. (2012) nagrinėdami 23 valstybių narių korporatyvinio valdymo kodeksus pažymėjo, kad jiems pritrūko įrodymų tvirtinti, kad vyksta stipri korporatyvinio valdymo konvergencija anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi. Autoriai pritaria, kad kai kurie civilinės teisės valstybių narių korporatyvinio valdymo kodeksai įgyja anglosaksų praktikos, tačiau pastebi ir skirtumų, todėl

teigia, kad konvergencija vyksta ne link anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio, o „pažangios praktikos“ pagrindu.

Pažymėtina, kad šios disertacijos tyrimo rezultato, atskleidžiančio, kad valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemos vystosi anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio link, nereikėtų vertinti supaprastintai. Prisimintina, kad korporatyvinio valdymo sistemų konvergencija šalyse yra veikiami įvairių veiksnių, tiek lemiamų pasaulinės globalizacijos, tiek ir Europos Sąjungoje vykdomos bendros finansų rinkos kūrimo politikos. Sutiktina ir su L. Cernat (2004), kuris, pripažindamas korporatyvinio valdymo sistemų konvergenciją link anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio, teigia, kad ši konvergencija gali būti nulemta liberalizuotų tarptautinių finansų rinkų, kur aiškiai dominuoja akcininkų interesų pirmenybės teorija, o Europos Sąjunga tik prisideda prie korporatyvinio valdymo reguliavimo derinimo tokia kryptimi. Korporatyvinio valdymo sistemų valstybėse narėse konvergenciją gali skatinti ir pačių rinkų integracija (Bozek, 2007), nors tam prieštarauja E. Perotti ir E. von Thadden (2003) – jie teigia, kad didėjanti rinkų integracija ir konkurencija neskatina korporatyvinio valdymo sistemų konvergencijos, tačiau tam tikros korporatyvinio valdymo charakteristikos, tokios kaip skaidrumas, linkusios konverguoti, todėl skirtumai tarp skirtingų korporatyvinių valdymo sistemų šalyse dėl integracijos galiausiai tampa vis mažiau svarbūs.

Remiantis atlikto tyrimo rezultatais akivaizdu, kad nepaisant valstybių narių teisės tradicijų ir kapitalo rinkų skirtingumo jų korporatyvinio valdymo sistemos konverguoja. Tyrimas parodė, kad ši konvergencija vyksta anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi. Minėtina, kad valstybėse narėse vykstantys korporatyvinio valdymo kaitos procesai yra neatsiejama globalių pokyčių šioje srityje dalis. Visgi negalima paneigti, kad Europos Sąjungos institucijos, priimdamos korporatyvinio valdymo klausimus reguliuojančius teisės aktus, kuriuos valstybės narės turi perkelti į savo nacionalinę teisę, dalyvauja valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų kaitoje ir konvergencijoje.

### **3.5.2. Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčių lyginamoji analizė**

Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikiui kapitalo rinkoms įvertinti ir šių kapitalo rinkų funkcionavimo palyginimui vadovaujantis disertacijos antroje dalyje pateikta metodika yra pasitelkti statistinės duomenų analizės, rangavimo ir ekspertų apklausos metodai. Siekiant įvertinti Europos Sąjungos lygmeniu priimto korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, yra apskaičiuoti tyrimui atrinktų atvejų, aštuonių valstybių narių, analizuojamų kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių

aritmetiniai vidurkiai (5–12 priedai) per visą tyrimo laikotarpį ir jame išskiriamos augimo ir nuosmukio stadijos.

10 lentelė

*Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių 2004–2011 metais aritmetinių vidurkių palyginimas (%)*

Šalis	UK	DE	FR	PL	IR	AT	PT	LT
<b>Rodiklis</b>	<b>AUGIMO STADIJA</b>							
<b>CAP</b>	18,08	17,90	18,43	41,16	21,63	37,66	21,17	15,68
<b>LIST</b>	8,28	5,14	-3,19	20,53	4,27	1,18	-1,38	2,33
<b>TRN</b>	34,90	39,86	26,39	71,80	40,71	70,65	56,48	131,60
<b>IPO</b>	33,33	294,17	66,82	36,14	-	-	-	-
<b>M&amp;A</b>	17,14	18,79	17,18	3,41	-	-	-	-
	<b>NUOSMUKIO STADIJA</b>							
<b>CAP</b>	-27,19	-44,65	-43,62	-52,94	-42,21	-66,15	-45,35	-33,08
<b>LIST</b>	-7,20	-3,13	-3,19	20,53	-5,40	-3,58	-2,08	-3,85
<b>TRN</b>	-34,08	-30,41	-31,27	-20,17	-33,06	-36,61	-43,35	-48,58
<b>IPO</b>	-33,29	-60,17	-49,03	-55,42	-	-	-	-
<b>M&amp;A</b>	-26,10	-17,73	-23,21	-28,17	-	-	-	-
Pastaba: Portugalijoje–vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius nuo 2004 metų iki 2006 metų nuosekliai mažėjo, tačiau mažėjimo tempai lėtėjo, o 2008 metais užfiksuotas augimas, todėl metinių pokyčių aritmetinis vidurkis skaičiuotas 2004 metų–2008 metų laikotarpiu.								

Siekiant įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčiai vertinami pagal penkis kapitalo rinkos rodiklius (rinkos kapitalizacija, apyvarta, vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius, pirminių viešų akcijų siūlymų skaičius ir bendrovių susijungimo ir įsigijimo atvejų rinkoje skaičius). Atkreiptinas dėmesys, kad mažų kapitalo rinkų, tai yra Airijos, Austrijos, Portugalijos ir Lietuvos, pirminių viešų akcijų siūlymų skaičiaus ir bendrovių susijungimo ir įsigijimo atvejų rinkoje skaičiaus metinių pokyčių aritmetinis vidurkis nebuvo skaičiuojamas atsižvelgiant į tai, kad šių šalių minėti kapitalo rinkos rodikliai turi labai mažas reikšmes arba tokių įvykių iš viso nėra įvykę. Pavyzdžiui, tiriamuoju laikotarpiu Lietuvoje neįvyko nė vieno bendrovių susijungimo ar įsigijimo reguliuojamojoje rinkoje, taip pat Portugalijoje ir Lietuvoje pirminių viešų akcijų

siūlymų fiksuota vienas per metus arba nė vieno. Esant tokiems duomenims, šių rodiklių metiniai pokyčiai ir tų pokyčių aritmetiniai vidurkiai nebūtų informatyvūs ir jais negali būti remiamasi atliekant palyginimą su didelėmis kapitalo rinkomis. Valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių vertinimo rezultatai tiriamuoju laikotarpiu pateikti 10 lentelėje.

Siekiant palyginti tirtų valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčius, kiekvienam kapitalo rinkos rodiklio reikšmių metinių pokyčių aritmetiniam vidurkiui suteikiamas atitinkamas įvertis balais ir valstybių narių kapitalo rinkos yra ranguojamos pagal surinktą balų sumą ekonominio augimo ir nuosmukio laikotarpiais. Nors šis metodas lengvai taikomas praktikoje, reikėtų pripažinti ir jo trūkumą – mažą tikslumą (Podvezko ir Podvezko, 2014), todėl rezultatų patikimumo užtikrinimui papildomai naudojamas ekspertų apklausos metodas (14 priede pateikto klausimyno 7 ir 8 klausimai).

Siekiant suranguoti kapitalo rinkos rodiklius, atrinktus remiantis mokslinės literatūros analize, pagal korporatyvinio valdymo jiems daromo poveikio stiprumą buvo pasitelkta ekspertų apklausa (14 priede pateikto klausimyno 5 klausimas). Į šį klausimyno klausimą yra gauti septynių ekspertų atsakymai (15 priedas). Atsižvelgiant į ženklų atskiriems kapitalo rinkos rodikliams ekspertų suteiktą balų išsibarstymą, nustatytas ekspertų nuomonių suderinamumas apskaičiuojant Kendallo konkordancijos koeficientą  $W$ , rodantį individualių nuomonių artumo laipsnį. Kendallo konkordancijos koeficiento  $W$  reikšmei nustatyti ekspertų apklausos klausimyne gautų įverčių skaitinės reikšmės suvestos į ekspertinio vertinimo rangavimo rezultatų matricą (11 lentelė).

11 lentelė

*Ekspertų vertinimo rangavimo rezultatų matrica*

Ekspertas	KAPITALO RINKOS RODIKLIAI				
	CAP	TRN	LIST	IPO	M&A
UK	2	0	1	1	0
IE	2	1	2	2	2
DE	3	3	3	2	3
FR	3	3	3	3	3
PT	4	3	4	4	4
PL	4	4	4	4	4
LT	5	4	5	5	5
Rangų suma	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
Rangų sumų vidurkis $a$	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
Nuokrypio kvadratas	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Atsižvelgiant į A. Augustinaičio ir kt. (2009), V. Rudzkienės (2012) teiginį, kad Kendallo konkordancijos koeficiento  $W$  reikšmė turėtų būti 0,6–0,7 tam, kad ekspertų vertinimų suderinamumas būtų laikomas patikimu, tyrimo metu gauta Kendallo konkordancijos koeficiento  $W$  reikšmė 0,028 nėra pakankama, kad ekspertų nuomones galima būtų laikyti suderinamomis. Atsižvelgiant į tai, kapitalo rinkos funkcionavimą atspindintys rodikliai nėra ranguojami ir tyrime visiems šiems rodikliams suteikiama vienoda svarba ir vertinama šių rodiklių reikšmių visuma.

Kendallo konkordancijos koeficiento  $W$  reikšmė apskaičiuota pagal antrojoje disertacijos dalyje pateiktą 2.3 formulę.

$$W = 12 \times 14 / 49(125 - 5) = \mathbf{0,028}$$

Šis ekspertų nuomonių dėl kapitalo rinkos rodiklių svarbos vertinant jiems daromą korporatyvinio valdymo poveikį išsiskyrimas leidžia pastebėti gilesnių tyrimų šios srities tyrimų poreikį. Vertinant ekspertų nuomonių nesuderinamumo priežastis, pažymėtina ekspertų apklausoje dalyvavusio Vokietijos eksperto nuomonė, kad vienos korporatyvinio valdymo taisyklės gali lemti teigiamus kapitalo rinkos rodiklių poslinkius (pavyzdžiui, skaidrumo reikalavimai), o kitos – priešingus (pavyzdžiui, reikalavimai dėl darbuotojų įtraukimo į bendrovių valdymą). Galiausiai svarbu ir tai, kad ekspertams buvo suteikta galimybė nurodyti ir kitus kapitalo rinkos funkcionavimą apibrėžiančius rodiklius, kuriuos veikia korporatyvinis valdymas, tačiau nė vienas iš ekspertų kitokių rodiklių nenurodė. Tai leidžia daryti prielaidą, kad nors korporatyvinio valdymo poveikio stiprumą atskiriems kapitalo rinkos rodikliams ekspertai vertina labai skirtingai, tačiau pačios įtakos šiems kapitalo rinkos rodikliams jie neneigia.

### **3.5.3. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimas atsižvelgiant į kapitalo rinkų dydį**

Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikiui valstybių narių kapitalo rinkoms įvertinti, atsižvelgiant į kapitalo rinkų dydį, pasitelktas rangavimo metodas. Kiekvienam tiriamos valstybės narės kapitalo rinkos rodikliui, atsižvelgiant į valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių aritmetinių vidurkių dydžius, yra suteiktas atitinkamas įvertis balais. Vertinimas atliekamas įtraukiant tris kapitalo rinkos rodiklius: rinkos kapitalizaciją, apyvartą ir vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičių (kaip nurodyta disertacijos 3.5.2 poskyryje, pirminių viešų akcijų siūlymų skaičiaus ir bendrovių susijungimo ir įsigijimo atvejų rinkoje skaičiaus metinių

pokyčių aritmetinis vidurkis tyrimui atrinktose mažose kapitalo rinkose nebuvo skaičiuojamas, nes jose tiriamuoju laikotarpiu tokių įvykių nebuvo arba buvo labai mažai).

12 lentelė

*Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių 2004–2011 metais aritmetiniai vidurkiai (%) ir jiems suteikti balai*

Šalis		UK	DE	FR	PL	IE	AT	PT	LT
<b>Rodiklis</b>		<b>AUGIMO STADIJA</b>							
<b>CAP</b>	<b>%</b>	18,08	17,90	18,43	41,16	21,63	37,66	21,17	15,68
	<b>balai</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>1</b>
<b>LIST</b>	<b>%</b>	8,28	5,14	-3,19	20,53	4,27	1,18	-1,38	2,33
	<b>balai</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
<b>TRN</b>	<b>%</b>	34,90	39,86	26,39	71,80	40,71	70,65	56,48	131,60
	<b>balai</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>8</b>
<b>BALŲ SUMA</b>		<b>12</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>13</b>
		<b>NUOSMUKIO STADIJA</b>							
<b>CAP</b>	<b>%</b>	-27,19	-44,65	-43,62	-52,94	-42,21	-66,15	-45,35	-33,08
	<b>balai</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>7</b>
<b>LIST</b>	<b>%</b>	-7,20	-3,13	-3,19	20,53	-5,40	-3,58	-2,08	-3,85
	<b>balai</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>3</b>
<b>TRN</b>	<b>%</b>	-34,08	-30,41	-31,27	-20,17	-33,06	-36,61	-43,35	-48,58
	<b>balai</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>BALŲ SUMA</b>		<b>13</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>11</b>
<b>BENDRA BALŲ SUMA (augimo ir nuosmukio stadijos)</b>		<b>25</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>41</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>

Apskaičiuotų kapitalo rinkos rodiklių reikšmių metinių pokyčių aritmetiniams vidurkiams suteikiami įverčiai nuo 1 iki 8 balų ir vertinant išskiriami ekonominio augimo ir nuosmukio laikotarpiai. Didžiausias įvertis (8 balai) suteikiamas tai valstybei narei, kurios tam tikro kapitalo rinkos rodiklio metinio pokyčio aritmetinis vidurkis rodė didžiausią teigiamą rezultatą. Visų kitų tiriamų valstybių narių šio rodiklio reikšmės lyginamos su didžiausia ir rodikliams suteikiami balai nuosekliai mažėja iki žemiausio įverčio – 1 balo. Valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių vertinimo, taikant rangavimo metodą, rezultatai 2004 iki 2011 metų laikotarpiu pateikti 12 lentelėje.

Siekiant įvertinti, ar korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje teigiamas poveikis mažų kapitalo rinkų funkcionavimui yra didesnis negu didelių kapitalo rinkų, ir patvirtinti arba paneigti H2 hipotezę, didelėms ir mažoms kapitalo rinkoms atstovaujanti

valstybės narės yra ranguojamos tarpusavyje pagal trims kapitalo rinkos rodikliams (rinkos kapitalizacijai, apyvartai ir vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičiui) suteiktų įverčių balais sumą atskirai augimo ir nuosmukio laikotarpiais (13 lentelė). Kuo didesnę bendrą balų sumą surenka valstybė narė, tuo aukštesnis rangas jai suteikiamas.

13 lentelė

*Valstybių narių rangavimas  
pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus*

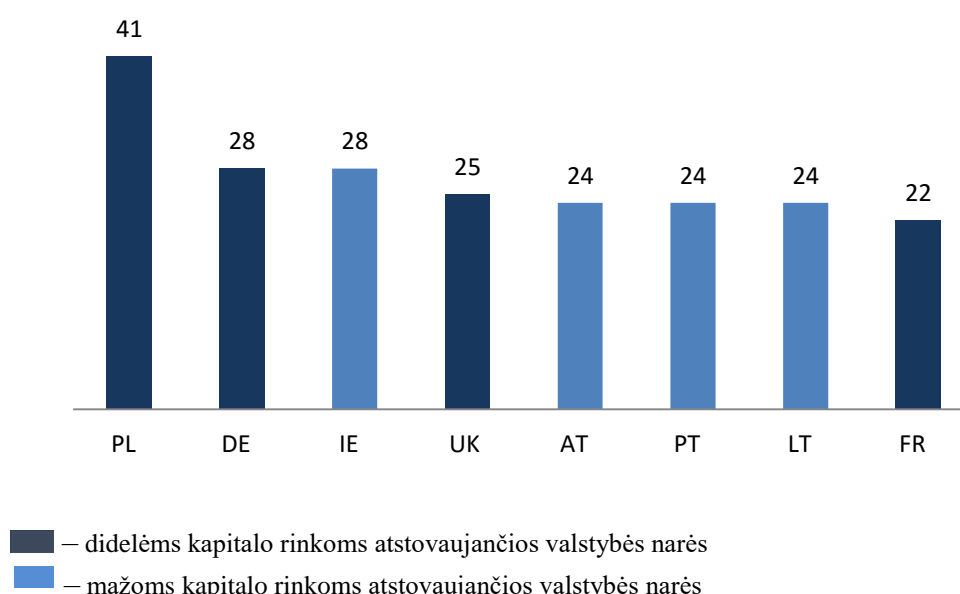
<b>Rangas</b>	<b>AUGIMO STADIJA</b>	<b>NUOSMUKIO STADIJA</b>	<b>PER VISĄ TYRIMO LAIKOTARPI</b>
<b>1</b>	<b>PL 23</b>	<b>PL 18</b>	<b>PL 41</b>
<b>2</b>	<b>AT 16</b>	<b>DE 17</b>	<b>DE 28</b>
<b>3</b>	<b>IE 15</b>	<b>FR 16</b>	<b>IE 28</b>
<b>4</b>	<b>LT 13</b>	<b>UK 13</b>	<b>UK 25</b>
<b>5</b>	<b>PT 12</b>	<b>IE 13</b>	<b>AT 24</b>
<b>6</b>	<b>UK 12</b>	<b>PT 12</b>	<b>PT 24</b>
<b>7</b>	<b>DE 11</b>	<b>LT 11</b>	<b>LT 24</b>
<b>8</b>	<b>FR 6</b>	<b>AT 8</b>	<b>FR 22</b>

**Pastaba:** Prie valstybės narės parašytas surinktas balų skaičius. Mažoms kapitalo rinkoms atstovaujančios valstybės narės yra paryškintos.

Rangavimo pagal kapitalo rinkos rodiklių pokyčius valstybėse narėse rezultatai pateikti 13 lentelėje. Vienodą balų sumą surinkusios valstybės narės dalijasi suteiktais rangais. Augimo metu Portugalija ir Jungtinė Karalystė dalijasi 5–6 rangais; nuosmukio metu Jungtinė Karalystė ir Airija dalijasi 4–5 rangais; viso laikotarpio metu Austrija, Lietuva ir Portugalija dalijasi 5–7 rangais, o Vokietija ir Airija – 2–3 rangais. Šie rezultatai rodo, kad mažų kapitalo rinkų teigiami pokyčiai ekonomikos augimo laikotarpiu yra didesni negu didelių kapitalo rinkų, tačiau ekonominio nuosmukio metu matome priešingus rezultatus. Korporatyvinio valdymo pokyčių tyrimas valstybėse narėse, kurio rezultatai aptarti 3.5.1 poskyryje, parodė, kad mažas kapitalo rinkas turinčių valstybių narių korporatyvinis valdymas dėl Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo kito stipriau negu didelėms kapitalo rinkoms atstovaujančių valstybių narių, tačiau kapitalo rinkos funkcionavimo pokyčių tyrimo rezultatai tokių tendencijų nerodo. Atsižvelgiant į tai, galima daryti prielaidą, kad pagerėjęs korporatyvinis valdymas šalyje ekonomikos augimo laikotarpiu sukuria pridėtinę vertę, pasireiškiančią geresniais kapitalo rinkos funkcionavimo rezultatais. Antra vertus, korporatyvinio valdymo lygis nėra pagrindinis ir pakankamas veiksnys, užtikrinantis kapitalo rinkų funkcionavimą ekonomikos nuosmukio metu.

Susumavus valstybių narių kapitalo rinkų pokyčiams suteiktus įverčius ekonominio augimo ir nuosmukio stadijomis, rezultatas nerodo bendrų tendencijų dėl kapitalo rinkų

funkcionavimo pokyčių priklausomybės nuo jų dydžio (7 pav.). Daugiausia balų (41) surinkusi Lenkija yra stipriai atitrūkusi nuo visų kitų valstybių narių. Mažiau balų surinko Vokietija ir Airija (po 28 balus), Jungtinė Karalystė (25 balai) ir trys mažosios kapitalo rinkos: Austrija, Portugalija, Lietuva (po 24 balus). Mažiausiai balų surinko Prancūzija (22 balai). Tyrimo rezultatai nerodo, kad korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje teigiamas poveikis būtų didesnis mažoms kapitalo rinkoms, tačiau taip pat nerodo, kad teigiamas poveikis būtų didesnis didelėms kapitalo rinkoms. Todėl hipotezė H2, kad *korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu teigiamas poveikis mažų kapitalo rinkų funkcionavimui yra didesnis nei didelių kapitalo rinkų, nėra patvirtinta.*



7 pav. Valstybių narių palyginimas pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus

Vertinant gautus kiekybinės analizės rezultatus, svarbu pažymėti, kad ekspertų nuomonė dėl Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimui, atsižvelgiant į kapitalo rinkų dydį, taip pat yra prieštaringa (14 lentelė). Du ekspertai pažymėjo, kad kapitalo rinkos dydis yra visiškai nesvarbu, o kitų ekspertų nuomonės išsiskyrė: trys iš jų nurodė, kad Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje turi labiau teigiamą poveikį didelėms kapitalo rinkoms, kiti trys ekspertai nurodė, kad mažoms kapitalo rinkoms.

*Ekspertų vertinimo dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms (dėl kapitalo rinkos dydžio) apibendrinimas*

Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje turi didesnę teigiamą poveikį:	EKSPERTAS							
	ANGLOSAKSŲ TEISĖS TRADICIJA		CIVILINĖS TEISĖS TRADICIJA					
	UK	IE	Romanų		Germanų		Postsocialistinė	
	UK	IE	FR	PT	DE	AT	PL	LT
Didelėms kapitalo rinkoms			X	X		X		
Mažoms kapitalo rinkoms	X	X						X
Nėra skirtumo					X		X	

Remiantis empirinio tyrimo rezultatais, kurie nerodo Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimui, priklausomai nuo kapitalo rinkos dydžio, tendencijų ir atsižvelgiant į ekspertų nuomonių šiuo klausimu prieštarumą, galima teigti, kad abiem pasitelktais tyrimui metodais gauti rezultatai sutampa.

Nepatvirtinantys, kad korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje teigiamas poveikis mažų kapitalo rinkų funkcionavimui yra didesnis nei didelių kapitalo rinkų, disertacijos tyrimo rezultatai lemia jų priežasčių paieškos poreikį. Jeigu teorinės prielaidos leidžia tikėtis, kad geresnis korporatyvinio valdymo reguliavimas turėtų lemti mažų kapitalo rinkų spartesnę vystymąsi, kyla klausimas, kodėl taip nėra.

Viena vertus, minėtina, kad didelei kapitalo rinkai tinkantis reguliavimas mažai kapitalo rinkai gali būti per daug ribojantis jos vystymąsi. Geresnė investuotojų apsauga šalyje skatina bendroves išleisti daugiau vertybinių popierių ir taip spartinamas jos kapitalo rinkos vystymasis (Pagano ir Volpin, 2005), tačiau kartu vertintina ir tos geresnės investuotojų apsaugos kaina. Nauji korporatyvinio valdymo reikalavimai gali lemti atvirkštinį nei laukiama rezultata, kai mažoms bendrovėms tampa per brangu ir sudėtinga finansavimo ieškoti reguliuojamojoje kapitalo rinkoje. Tokiu atveju bendrovės gali visai pasitraukti iš reguliuojamosios vertybinių popierių rinkos arba pasirinkti kitas konkuruojančias rinkas (Brüggemann ir kt., 2013, Christiansen ir Koldertsova, 2009). Atkreiptinas dėmesys į Jungtinėse Amerikos Valstijose 2002 metais priimto reguliuojamojoje vertybinių popierių rinkoje savo vertybiniais popieriais prekiaujančių bendrovių valdymo reikalavimus įtvirtinančio teisės akto *Sarbane – Oxley Act* įtakos Jungtinių Amerikos Valstijų kapitalo rinkai tyrimus, kurie parodė, kad šio teisės akto

nuostatos lėmė kaštų bendrovėms didėjimą (Zhang, 2007) ir net bendrovių pasitraukimą iš reguliuojamosios vertybinių popierių rinkos tam, kad išvengtų naujų korporatyvinio valdymo standartų laikymosi (Hostak ir kt., 2013, Marosi ir Massoud, 2006, Witmer, 2006). Perteklinio reguliavimo korporatyvinio valdymo srityje grėsmę mini ir V. Bruno bei S. Claessens (2007). Paradoksalu, tačiau siekis užtikrinti didesnę investuotojų interesų apsaugą tam tikrais atvejais gali lemti rinkos dalyvių pasitraukimą į mažiau viešą prekybos sektorių, tai yra į tam tikras alternatyvias rinkas, kurios suteikia silpnesnę investuotojų apsaugą.

Antra vertus, mažose rinkose listinguojamoms didelėms bendrovėms, galinčioms užtikrinti naujų korporatyvinio valdymo reikalavimų įgyvendinimą ir juos įgyvendinusioms, tampa labiau prieinamos ir didelės kapitalo rinkos, kur yra didesnės priėjimo prie išorinio finansavimo galimybės. Mažos bendrovės yra labiau priklausomos nuo šalies teisinės sistemos ieškant išorinio finansavimo galimybių nei didelės bendrovės. Tikėtina, kad bendrovės, investavusios į aukštesnių korporatyvinio valdymo standartų įdiegimą, ieškos tokių investicijų atsipirkimo kelių, kurie panaikinus kliūtis kapitalui judėti tarp valstybių narių gali apimti ir savo vertybinių popierių prekybos perkėlimą į didesnę kapitalo rinką, ypač jei vietinė kapitalo rinka nėra konkurencinga. Tokia prielaida atitiktų S. Claessens, D. Klingebiel ir S. Schmukler (2002) teiginius, kad vietinės kapitalo rinkos vystymas kartu padidina vietinių bendrovių aktyvumą joje, tačiau kartu šis aktyvumas sudaro prielaidas kapitalo migracijos į užsienį paskatomis.

Sunkumai įgyvendinant korporatyvinio valdymo reikalavimus mažoms bendrovėms kartu su didelėms bendrovėms atsivėrusiomis didesnėmis priėjimo prie išorinio finansavimo galimybėmis kitose – ne vietinėse – rinkose gali stabdyti mažų kapitalo rinkų vystymąsi. Tai leidžia pastebėti, kad mažų kapitalo rinkų konkurencingumui ir vystymuisi užtikrinti reikalingi sprendimai gali skirtis nuo sprendimų, kurių poreikį sukelia didelės kapitalo rinkos, ir į tai turi būti atsižvelgiama korporatyvinio valdymo politikos formavimo Europos Sąjungoje procese.

#### **3.5.4. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimas atsižvelgiant į valstybių narių teisės tradiciją**

Siekiant įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, atsižvelgiant į jų teisės tradiciją, vertinamos keturios tikslingai pasirinktos skirtingoms teisės tradicijoms atstovaujančios valstybės narės pagal penkis kapitalo rinkos rodiklius (rinkos kapitalizacija, apyvarta, vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius, pirminių viešų akcijų siūlymų skaičius ir bendrovių susijungimo ir įsigijimo atvejų rinkoje skaičius). Vertinimui taip pat naudojamas rangavimo metodas. Kiekvienam tiriamos valstybės narės kapitalo rinkos rodikliui, atsižvelgiant į valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių aritmetinių

vidurkių dydžius, yra suteiktas atitinkamas įvertis balais atskirai ekonominio augimo ir nuosmukio laikotarpiams. Įverčiai balais suteikiami nuo 1 iki 4. Didžiausias įvertis (4 balai) suteikiamas tai valstybei narei, kurios tam tikras kapitalo rinkos rodiklio metinio pokyčio aritmetinis vidurkis rodė didžiausią teigiamą rezultatą, ir galimi suteikti balai, palyginti su didžiausia rodiklio reikšme, mažėja iki žemiausio įverčio – 1 balo. Valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių vertinimo, taikant rangavimo metodą, rezultatai 2004–2011 metų laikotarpiu pateikti 15 lentelėje.

15 lentelė

*Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų rodiklių reikšmių metinių pokyčių 2004–2011 metais aritmetiniai vidurkiai (%) ir jiems suteikti balai*

Šalis		UK	DE	FR	PL
Rodiklis		AUGIMO STADIJA			
CAP	%	18,08	17,90	18,43	41,16
	balai	2	1	3	4
LIST	%	8,28	5,14	-3,19	20,53
	balai	3	2	1	4
TRN	%	34,90	39,86	26,39	71,80
	balai	2	3	1	4
IPO	%	33,33	294,17	66,82	36,14
	balai	1	4	3	2
M&A	%	17,14	18,79	17,18	3,41
	balai	2	4	3	1
BALŲ SUMA		10	14	11	15
		NUOSMUKIO STADIJA			
CAP	%	-27,19	-44,65	-43,62	-52,94
	balai	4	2	3	1
LIST	%	-7,20	-3,13	-3,19	20,53
	balai	1	3	2	4
TRN	%	-34,08	-30,41	-31,27	-20,17
	balai	1	3	2	4
IPO	%	-33,29	-60,17	-49,03	-55,42
	balai	4	1	3	2
M&A	%	-26,10	-17,73	-23,21	-28,17
	balai	2	4	3	1
BALŲ SUMA		12	13	13	12
BENDRA BALŲ SUMA (augimo ir nuosmukio stadijos)		22	27	24	27

Tyrimo rezultatai, pateikti 16 lentelėje, rodo, kad vertinant visą tyrimo laikotarpį civilinei teisės tradicijai atstovaujančios valstybės narės surinko daugiau balų (Vokietija ir Lenkija po 27, Prancūzija – 24) negu anglosaksų teisės tradicijos valstybė narė (Jungtinė Karalystė – 22 balai).

Analogiški rezultatai būdingi ir ekonominio augimo laikotarpiu. Ekonominio nuosmukio laikotarpiu mažiausiai balų surinko ne tik Jungtinė Karalystė, bet ir postsocialistinei teisės tradicijai atstovaujanti Lenkija (abi dalijasi 3–4 rangais). Tai rodo, kad civilinės teisės valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčiai ekonomikos augimo laikotarpiu buvo labiau teigiami negu anglosaksų, o ekonominio nuosmukio laikotarpiu jų kapitalo rinkų rodiklių reikšmės krito mažiau negu anglosaksų teisės tradiciją turinčios valstybės narės. Šioje vietoje prisimintina, kad civilinę teisės tradiciją turinčių valstybių narių korporatyvinis valdymas dėl Europos Sąjungos reguliavimo kito stipriau negu anglosaksų teisės tradicijos valstybių narių (tiek turinčių didelę, tiek mažą kapitalo rinką) (žr. disertacijos 3.5.1 poskyrį).

16 lentelė

*Europos Sąjungos valstybių narių  
rangavimas pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus*

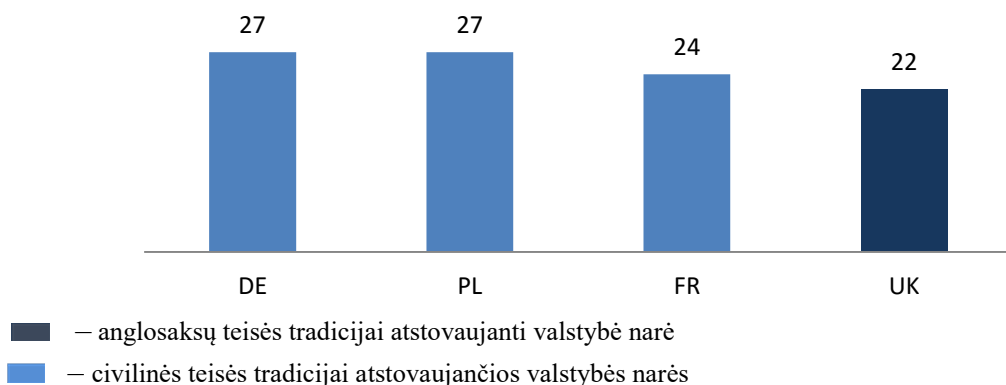
<b>Rangas</b>	<b>AUGIMO STADIJA</b>	<b>NUOSMUKIO STADIJA</b>	<b>PER VISĄ TYRIMO LAIKOTARPĮ</b>
<b>1.</b>	<b>PL 15</b>	<b>DE 13</b>	<b>PL 27</b>
<b>2.</b>	<b>DE 14</b>	<b>FR 13</b>	<b>DE 27</b>
<b>3.</b>	<b>FR 11</b>	<b>PL 12</b>	<b>FR 24</b>
<b>4.</b>	<b>UK 10</b>	<b>UK 12</b>	<b>UK 22</b>

**Pastaba:** Prie valstybės narės parašytas surinktas balų skaičius. Anglosaksų teisės tradicijai atstovaujanti valstybė narė yra paryškinta.

Susumavus ekonominio augimo ir ekonominio nuosmukio stadijų valstybių narių rezultatus Jungtinės Karalystės, atstovaujančios anglosaksų teisės tradicijai, surinktas balų skaičius yra mažiausias, palyginti su kitomis tirtomis valstybėmis narėmis, turinčiomis civilinės teisės tradiciją, (8 pav.), taigi hipotezę H3, kad *korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu teigiamas poveikis kapitalo rinkų funkcionavimui civilinės teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse yra didesnis nei anglosaksų teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse*, galima **patvirtinti**.

Atkreiptinas dėmesys, kad ekspertų nuomonė dėl Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimui, atsižvelgiant į jų teisės tradiciją, yra palyginti vienoda (17 lentelė). Vienas ekspertas pažymėjo, kad valstybės narės teisės tradicija yra visiškai nesvarbu, taip pat vienas ekspertas pažymėjo, kad Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje turi didesnę teigiamą poveikį anglosaksų teisės tradiciją turinčių valstybių narių kapitalo rinkoms. Likę šeši ekspertai nurodė, kad Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje turi didesnę teigiamą poveikį

civilinės teisės tradiciją turinčių valstybių narių kapitalo rinkoms. Matome, kad daugumos ekspertų nuomonė sutampa su empirinio tyrimo, taikant rangavimo metodą, gautais rezultatais.



8 pav. Valstybių narių palyginimas pagal jų kapitalo rinkų rodiklių pokyčiams suteiktus balus

Pažymėtina, kad tyrimo prielaida, jog civilinės teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse dėl įgyjamų anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui būdingų požymių turėtų būti pastebimas spartesnis kapitalo rinkų vystymasis nei anglosaksų teisės tradiciją turinčiose šalyse, ir gauti šią prielaidą patvirtinantys tyrimo rezultatai iš esmės sutampa su R. La Porta ir kt. (1997), T. Beck, A. Demirgüç-Kunt ir R. Levine (2003) ar S. Djankov ir kt. (2008) tyrimų išvadomis.

17 lentelė

Ekspertų vertinimo dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms (dėl teisės tradicijos) apibendrinimas

Europos Sąjungos reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje turi didesnę teigiamą poveikį:	EKSPERTAS							
	ANGLOSAKSŲ TEISĖS TRADICIJA		CIVILINĖS TEISĖS TRADICIJA					
			Romanų		Germanų		Postsocialistinė	
	UK	IE	FR	PT	DE	AT	PL	LT
Anglosaksų teisės šalių kapitalo rinkoms								X
Civilinės teisės šalių kapitalo rinkoms	X	X		X	X	X	X	
Nėra skirtumo			X					

Vis dėlto nors anglosaksų ir civilinės teisės tradicijų skirtumai aiškiai matyti iš tyrimo rezultatų ir sutampa su svarbiausių šios srities mokslinių tyrimų išvadomis, tačiau civilinės teisės tradicijos grupės rezultatai yra kitokie nei galima būtų tikėtis atsižvelgiant į kitų mokslinių tyrimų išvadomis grindžiamas prielaidas. Tiek R. La Porta ir kt. (1997), tiek T. Beck, A. Demirgüç–Kunt ir R. Levine (2003) tyrimai parodė, kad iš civilinės teisės tradicijos šalių germanų šalys pasižymi stipresne investuotojų apsauga, o kartu ir labiau išvystytomis kapitalo rinkomis nei romanų šalys. Atsižvelgiant į tai ir į tyrimo prielaidas, logiška būtų tikėtis, kad Prancūzijos, kaip romanų teisės tradicijai atstovaujančios valstybės narės, kapitalo rinkai dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu turėtų būti didesnis teigiamas poveikis nei Vokietijos kapitalo rinkai, tačiau tyrimo rezultatai yra kitokie (ranguojant Vokietija surinko 27 balus, o Prancūzija – 24 balus). Tam galėtų turėti įtakos ne tik šalių teisės tradicijos, bet ir kiti veiksniai, tokie kaip ekonominis išsivystymas ar priimami politiniai sprendimai, kurie šioje disertacijoje nebuvo vertinami. Kaip pabrėžia M. Roe (2006), politikos formuotojai šalyje visuomet turi galimybę priimti atitinkamas taisykles ir jokia teisės tradicija nesutrukdys toms taisyklėms būti veiksmingoms. Teisės tradicija neužkerta galimybių šalims tobulinti kapitalo rinkų funkcionavimui reikalingos teisinės ir institucinės aplinkos, todėl neabejotinai valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimas priklauso ir nuo valstybėje narėje nacionaliniu lygiu nustatomo reguliavimo bei jo laikymosi užtikrinimo, ir tai paaiškintų skirtumus civilinę teisės tradiciją turinčiose valstybėse narėse.

Taip pat pažymėtinas Lenkijos atvejis, nes ji, kaip ir Vokietija, vertinant šiame tyrime surinko daugiausia balų (27) tarp tirtų valstybių narių. Lenkijos, kaip postsocialistinės teisės tradiciją atspindinčios valstybės narės, kapitalo rinkos funkcionavimas rodo nestabiliausius rezultatus, palyginti su „senosiomis“ Europos Sąjungos valstybėmis narėmis, nors korporatyvinio valdymo kaita postsocialistinėse valstybėse narėse atitiko „senujų“ Europos Sąjungos valstybių narių kaitos tendencijas (žr. disertacijos 3.5.1 skyrių). Tai gali būti vertintina remiantis prielaida, kad postsocialistinės valstybės narės neturi gilių teisės tradicijų, todėl jų teisės sistemos yra lankstesnės ir lengviau perimančios naują reguliavimą, ir teisės tradicijos poveikis kapitalo rinkos funkcionavimui, palyginti su kitais veiksniais, yra mažai reikšmingas. Galima sutikti su R. A. Kagan (2007) mintimi, kad vietinių tradicijų silpnesnė konsolidacija Rytų Europoje, palyginti su Vakarų Europa, gali palikti daugiau vietos amerikanizacijai. Rytų Europos šalių istoriškai bendras bruožas yra periferinė ar pusiau periferinė prigimtis, susisiejęsi su jų polinkiu veržtis link Vakarų centro (Giaro, 2011), o, kaip pažymi D. Berkowitz ir kt. (2003), šalims, kurios priėmė teisės sistemą apgalvotais sprendimais ir buvo gerai susipažinusios su jos veikimu iš anksto, sekasi geriau negu šalims, kurioms teisės tradicijos buvo primestos iš šalies.

Apibendrinant empirinio tyrimo rezultatus, pažymėtina, kad Europos Sąjungos valstybės narės priklausomai nuo įvairių šalies institucinės aplinkos savybių skirtingai reaguoja į Europos Sąjungos lygmeniu priimtą korporatyvinio valdymo reguliavimą. Tyrimas parodė, kad valstybių narių kapitalo rinkų dydis nėra svarbus veiksnys, lemiantis korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį kapitalo rinkoms, tačiau šalių teisės tradicijų skirtumai turi būtų įvertinami, kai priimami sprendimai Europos Sąjungos lygmeniu. Tai lemia korporatyvinio valdymo politikos formavimo Europos Sąjungoje ypatumus, kuriuos lemia siekis kurti bendrą vidaus rinką, kai reikia suderinti valstybių narių skirtingas teisės tradicijas.

### **3.6. Korporatyvinio valdymo politikos Europos Sąjungoje formavimo perspektyvos ir rekomendacijos**

Disertacijos empirinio tyrimo rezultatai parodė, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje paskatino korporatyvinio valdymo valstybėse narėse konvergenciją ir kaitą anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi, taip pat atskleidė valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų ir jų kapitalo rinkų skirtumų svarbą korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikiui valstybių narių kapitalo rinkoms. Atsižvelgiant į tai, svarstant apie Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo politikos tolesnį formavimą kyla klausimas, kur turėtų būti nubrėžta riba, iki kurios yra tikslinga vienodinti korporatyvinio valdymo reguliavimą Europos Sąjungoje, kokius sprendimus tikslinga priimti Europos Sąjungos lygmeniu, kaip privalomus visoms valstybėms narėms, o kokius – palikti pačių valstybių narių nacionalinei kompetencijai.

Iš vienos pusės, korporatyvinio valdymo klausimų derinimas sudarytų sąlygas bendrovėms veikti visoje Europos Sąjungoje vienodų taisyklių pagrindu. Tai keltų mažiau kliūčių plėtoti verslą bendrojoje rinkoje, didintų skaidrumą ir pasitikėjimą korporatyviniu valdymu bei kapitalo rinkomis. Kita vertus, svarstyтина, ar tikslinga derinti korporatyvinio valdymo klausimus Europos Sąjungoje, nes tai visoms valstybėms narėms reikštų naujos korporatyvinio valdymo sistemos Europos Sąjungoje kūrimą. Visi sutinka, kad pasitikėjimas korporatyviniais valdymo standartais yra svarbus elementas kuriant tinkamą aplinką, kurioje finansų rinkos galėtų veikti labiau integruotu būdu. Visgi, nepaisant to, svarstyтина, ar vienos bendros korporatyvinio valdymo sistemos sukūrimas Europos Sąjungoje padėtų pasiekti tinkamą investuotojų interesų užtikrinimą ir būtų reikšmingas indėlis siekiant sukurti patikimą ir saugią finansų rinką, ypač kai visame pasaulyje tarptautiniai investuotojai ir besiplečiančios kapitalo rinkos laipsniškai įveda tam tikrą konvergencijos laipsnį korporatyvinio valdymo srityje. Šie du aspektai nustato ribas, kuriose turi būti svarstomos korporatyvinio valdymo politikos formavimo Europos Sąjungoje perspektyvos.

Disertacijos tyrimo rezultatai parodė, kad valstybių narių teisės tradicija yra svarbus veiksnys, turintis įtakos korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu poveikiui kapitalo rinkoms. Jeigu skirtingos teisės tradicijos lemia Europos Sąjungos lygmeniu priimamo reguliavimo skirtingas pasekmes valstybių narių kapitalo rinkoms, svarstyтина, ar vienodas Europos Sąjungos lygiu nustatomas reguliavimas korporatyvinio valdymo srityje gali tiktі visų valstybių narių kapitalo rinkoms. Šiame kontekste atkreiptinas dėmesys ir į disertacijos tyrimo rezultatus, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje neturėjo didesnio teigiamo poveikio mažų kapitalo rinkų funkcionavimui nei didelių, nors šių valstybių narių korporatyvinis valdymas kito stipriau nei dideles kapitalo rinkas turinčių valstybių narių. Viena vertus, tai galėtų rodyti, kad valstybės narės kapitalo rinkos dydis nėra svarbus veiksnys vertinant Europos Sąjungos lygmeniu priimamo reguliavimo pasekmes kapitalo rinkoms. Antra vertus, tai taip pat leidžia kelti tą patį klausimą, ar vienodas reguliavimas gali tiktі visų valstybių narių kapitalo rinkoms, neįvertinus jų skirtumų. Mažų kapitalo rinkų konkurencingumui ir vystymuisi užtikrinti reikalingi sprendimai gali skirtis nuo sprendimų, kurių poreikį lemia didelės kapitalo rinkos.

Šie disertacijos tyrimo rezultatai leidžia sutikti su mokslinėje literatūroje išreiškiamomis nuomonėmis, kad vienoms šalims puikiai tinkantys sprendimai gali būti netinkami kitoms šalims, pavyzdžiui, kad anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui būdingi mechanizmai perkelti į kitų šalių, kurių korporatyvinio valdymo sistemoms yra būdingi civilinės teisės korporatyvinio valdymo modelio požymiai, reguliavimą nebus veiksmingi (Chen ir kt., 2015, Cernat, 2004), taip pat kad išsivysčiusių šalių patirtis nėra tinkamiausias sprendimas besivystančioms šalims, nes besivystančios šalys neturi tinkamai veikiančių institucijų ir struktūrų, sudarančių prielaidas išsivysčiusių šalių korporatyvinio valdymo taisyklėms funkcionuoti (Paredes, 2005). Atsižvelgiant į tai, galima pritarti G. Teubner (1998) (cit. pagal J. Hill, 2012) nuomonei, kad net identiškose reformose skirtingose jurisdikcijose nesukels vienodų pasekmių, jeigu bus ženklių skirtumų tarp tų šalių korporatyvinio valdymo sistemų, teisinės kultūros ir teisės taikymo užtikrinimo mechanizmų.

Be to, svarstyтина, ar bendros Europos Sąjungos lygiu įtvirtintos korporatyvinio valdymo taisyklės valstybių narių kapitalo rinkų vystymuisi bus tinkamesnis sprendimas nei pačių valstybių narių nacionalinio reguliavimo tarpusavio konkurencijos skatinama kapitalo rinkų pažanga. P. Böckli ir kt. (2012) pripažindami, kad tam tikras bendrovių teisės konvergencijos laipsnis valstybėse narėse palengvintų bendros rinkos funkcionavimą, pažymi, kad tai nereiškia, jog šios konvergencijos turėtų būti siekiama Europos Komisijos teisėkūros priemonėmis „iš viršaus žemyn“. Derinimo sėkmė priklauso nuo gebėjimo Europos Sąjungos lygiu sukurti tokią bendrą taisyklę, kuri būtų veiksminga visoms valstybėms narėms, tačiau, autorių nuomone,

daugeliu atveju tokia bendra taisyklė neegzistuoja. Bendrovės, siekdamos palankesnio teisinio reguliavimo, gali savo buveinę perkelti iš vienos valstybės narės į kitą ar pasirinkti kitą kapitalo rinką, kurioje būtų prekiaujama jos vertybiniais popieriais. Tai skatina valstybes nars ieškoti reguliavimo sprendimų, kurie padėtų ne tik sulaikyti vietinį verslą šalyje, bet ir pritrauktų bendrovių iš kitų šalių. Reguliavimo konkurencija kartu su vykstančiais globalizacijos procesais veikia valstybių narių reguliavimo politiką ir veda link konvergencijos korporatyviniame valdyme.

Atsižvelgiant į pirmiau pateiktas nuostatas, galima būtų manyti, kad dėl egzistuojančių valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų ir jų kapitalo rinkų skirtumų valstybės narės turėtų sukurti savo korporatyvinio valdymo modelius, atspindinčius jų teisinius, politinius ir ekonominius ypatumus, o bendri sprendimai Europos Sąjungos lygmeniu nebūtų tikslingi. Visgi prisimintina, kad korporatyvinio valdymo vienodinimas yra vienas esminių veiksnių, kuriant veiksmingą integruotą Europos kapitalo rinką ir siekiant maksimizuoti Europos Sąjungos plėtros naudą visoms valstybėms narėms. Pripažįstant, kad teisiniai, ekonominiai, politiniai ir socialiniai skirtumai valstybėse narėse lemia kapitalo rinkų integracijos ir plėtros Europos Sąjungoje sunkumus, ir netgi gerai integruotose kapitalo rinkose kai kurie iš šių skirtumų, tikėtina, išliks, Europos Sąjungos lygmeniu korporatyvinio valdymo srityje priimamų sprendimų svarba negalėtų būti paneigiama. Atsižvelgiant į disertacinio tyrimo rezultatus, negalima nesutikti su S. Lütz ir D. Eberle (2007) nuomone, kad politinis koordinavimas yra veiksmingesnis mechanizmas konvergencijai užtikrinti nei konkurencija šalių nacionaliniu lygmeniu.

Pritariant D. Berkowitz ir kt. (2003) nuomonei, kad būdas, kaip naujos teisinės nuostatos yra perkeliamos į kitos šalies teisės sistemą, yra daug svarbiau nei tai, iš kurios teisės tradicijos tos teisinės nuostatos yra kilusios, galima manyti, kad Europos Sąjungos lygmeniu korporatyvinio valdymo srityje galėtų būti kuriamos bendros pažangią patirtį atspindinčios taisyklės nepriklausomai nuo to, kokiam korporatyvinio valdymo modeliui jos yra būdingos, ir tinkamai integruotos į nacionalines valstybių narių teisės sistemas šios taisyklės galėtų prisidėti prie korporatyvinio valdymo konvergencijos ir bendros kapitalo rinkos kūrimo Europos Sąjungoje. Atsižvelgiant į tai, korporatyvinio valdymo klausimų reguliavimas Europos Sąjungoje turėtų pasižymėti lankstumu, sudarančiu prielaidas valstybėms narėms, atsižvelgiant į jų kapitalo rinkų poreikius, pačioms rasti tinkamiausius Europos Sąjungos lygiu priimtų sprendimų įgyvendinimo būdus ir formas. Svarbu, kad formuojant Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo politiką būtų priimami ne tik Europos Sąjungos kapitalo rinkų sąjungos kūrimą užtikrinantys, bet ir sąlygas skirtingų kapitalo rinkų konkurencingumui ir vystymuisi sudarantys sprendimai. Kartu manytina, kad Europos Sąjungos lygmeniu turėtų būti imamasi

veiksmų tik tuomet, kai valstybės narės veikdamos pačios negali pasiekti norimų tikslų, ir šiems tikslams pasiekti turi būti pasirenkamos tinkamos priemonės.

Disertacijos tyrimo rezultatai taip pat leido pamatyti, kad dėl Europos Sąjungos reguliavimo labiausiai kito išoriniai korporatyvinio valdymo mechanizmai, tokie kaip skaidrumas, atskaitomybė, akcininkų apsauga. Atsižvelgiant į tai, kad išoriniai korporatyvinio valdymo mechanizmai labiausiai prisideda prie kapitalo rinkų integracijos, manytina, kad šiose srityse ir toliau galėtų būti tęsiami darbai, siekiant sukurti bendrą kapitalo rinką Europos Sąjungoje. Vidiniai korporatyvinio valdymo mechanizmai, tokie kaip bendrovių valdymo struktūra, darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme, galėtų būti palikti valstybių narių nacionalinei kompetencijai.

Nepaisant pastaraisiais dešimtmečiais padarytos pažangos kuriant bendrąją kapitalo rinką Europos Sąjungoje, Europos Komisija pripažįsta, kad kapitalo rinkos vis dar yra santykinai neišsivysčiusios ir susiskaldžiusios, o atotrūkis tarp pačių valstybių narių yra net didesnis nei tarp Europos ir Jungtinių Amerikos Valstijų (COM (468), 2015). Tebėra dar daug kliūčių, trukdančių investuoti tarpvalstybiniu mastu. Kai kurias iš jų nulemia susiskaldžiusi rinkos infrastruktūra, o kitas – nacionalinė valstybių narių teisė, be kitų svarbių sričių, reguliuojanti ir korporatyvinio valdymo aspektus. Siekdama padidinti finansinę integraciją ir Europos Sąjungos konkurencingumą, Europos Komisija 2015 metais priėmė veiksmų planą kapitalo rinkų sąjungai sukurti (COM (468), 2015). Pripažindama, kad vienos priemonės kapitalo rinkų sąjungai sukurti nėra, Europos Komisija numato imtis įvairių veiksmų, tarp jų ir korporatyvinio valdymo reguliavimo apimamose srityse, kurių bendras poveikis skatintų rinkų integraciją. Tai rodo, kad korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu klausimai nepraranda aktualumo ir Europos Sąjungos darbotvarkėje užima svarbią vietą.

Vykstant pasaulio rinkų globalizacijai, visuotinai pripažįstama korporatyvinio valdymo svarba finansų rinkoms, bet politinė, ekonominė, teisinė ir socialinė aplinka įvairiose Europos Sąjungos valstybėse narėse vis dar ženkliai skiriasi, todėl svarbu atsakingai apsvarstyti kiekvieną Europos Sąjungos žingsnį korporatyvinio valdymo politikos formavimo procese – ar nustatyti griežtas bendras taisykles visoms valstybėms narėms, ar ši politika turėtų apsiriboti tik svarbiausių korporatyvinio valdymo principų nustatymu ir kliūčių tinkamam korporatyviniam valdymui įgyvendinti pašalinimu bei koordinavimu, – kad tarp visų Europos Sąjungos valstybių narių vyktų tolesnė konvergencija ir pažangios patirties mainai.

## IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Siekiant disertacijoje iškelto tikslo ir suformuluotų uždavinių išsprendimo, atliktų teorinių ir empirinių tyrimų rezultatai apibendrinami šiose išvadose.

1. Atskleidžiant korporatyvinio valdymo sampratą ir apibrėžiant pagrindinius korporatyvinio valdymo modelius Europos Sąjungoje, atlikta mokslinės literatūros ir Europos Sąjungos teisės aktų analizė leidžia daryti šias išvadas:

1.1. Nors korporatyviniam valdymui skiriama daug dėmesio, Europos Sąjungos teisės aktuose korporatyvinio valdymo sąvoka nėra apibrėžta. Vis dėlto savo teisėkūros planuose Europos Komisija yra pateikusi anglosaksų teisės tradicijos suformuotą korporatyvinio valdymo sampratą, o dėl išsamesnio korporatyvinio valdymo apibrėžimo pateikusi nuorodą į Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos suformuotą korporatyvinio valdymo sampratą. Tai leidžia teigti, kad Europos Sąjunga, pažymėdama visuotinai pripažintų korporatyvinio valdymo principų svarbą Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo sampratoje, anglosaksų teisės tradicijos suformuotam korporatyvinio valdymo suvokimui skiria daugiau reikšmės negu egzistuojančiam civilinės teisės šalyse. Nepaisant to, esant skirtingoms valstybių narių teisės tradicijoms skirtingas valstybių narių korporatyvinio valdymo supratimas formuoja savitą Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo sampratą, kurioje konverguojasi pažangi jos valstybių narių patirtis su pasaulyje visuotinai pripažintais korporatyvinio valdymo principais.

1.2. Šalies teisės tradicija formuoja teisės gebėjimą veiksmingai prisitaikyti prie kintančių ekonominių sąlygų, konkrečias investuotojų teises ir šių teisių apsaugos būdus bei apibrėžia teisės taikymo užtikrinimo mechanizmus, todėl teisės tradicija yra vienas svarbiausių veiksnių, lemiančių korporatyvinio valdymo ekonominį turinį ir raidą kiekvienoje šalyje. Atsižvelgiant į tai, Europos Sąjungoje išskirtini du pagrindiniai korporatyvinio valdymo modeliai: anglosaksų, kuriam būdingas interesų konfliktas tarp akcininkų ir vadovų, išskaidyta nuosavybės struktūra, stipri akcininkų teisių apsauga, aukšti atskaitomybės ir skaidrumo reikalavimai, vienpakopė valdymo struktūra, aktyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui; ir civilinės teisės, kuriam būdinga interesų konfliktas tarp smulkiųjų ir stambiųjų akcininkų, koncentruota nuosavybės struktūra, silpnesnė akcininkų teisių apsauga, žemesni atskaitomybės ir skaidrumo reikalavimai, pasyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui, dvipakopė valdymo struktūra, darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme. Kartu pažymėtina, kad valstybėms narėms nėra būdingas kuris vienas korporatyvinio valdymo modelis. Korporatyvinio valdymo politika ir praktika kiekvienoje valstybėje narėje vystosi atsižvelgiant į šalies teisės tradiciją, finansų sistemos struktūrą, ekonominio išsivystymo lygį ir politines, istorines, kultūrines aplinkybes.

2. Korporatyvinio valdymo reguliavimo politikos Europos Sąjungoje analizė leidžia daryti šias išvadas apie korporatyvinio valdymo reguliavimo ypatumus, raidą ir turinį Europos Sąjungoje:

2.1. Valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumai kelia problemų formuojant bendrą korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje politiką ir turinį bei lemia šios politikos formavimo ypatumus. Nacionalinių Europos Sąjungos valstybių narių korporatyvinio valdymo sistemų skirtumai yra kliūtis Europos Sąjungos kapitalo rinkų integracijai. Antra vertus, pašalinti fundamentalius korporatyvinio valdymo tradicijų skirtumus valstybėse narėse yra labai sudėtinga, ir tai reikštų naujos korporatyvinio valdymo sistemos Europos Sąjungoje kūrimą.

2.2. Išskirtini trys korporatyvinio valdymo Europos Sąjungoje politikos raidos etapai. Pirmasis etapas pasižymėjo civilinės teisės korporatyvinio valdymo modeliui būdingu siekiu direktyvomis suvienodinti korporatyvinio valdymo sistemas visose valstybėse narėse. Antrą etapą galima identifikuoti, kai, nepavykus surasti bendro valstybių narių sutarimo, pasireiškė į rinką orientuotos korporatyvinio valdymo krypties akcentavimas, kuris yra būdingas anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio šalims ir pasižymi didelės reikšmės rinkos reguliavimuisi suteikimu. Trečiasis etapas, prasidėjęs stiprėjant Europos Sąjungos kapitalo rinkų integracijos idėjai bei reaguojant į pasaulyje kilusias korporatyvinio valdymo problemas, pasižymi bendrais principais paremta pokyčių kryptimi, kuri yra tarpinė tarp ankstesniems etapams būdingų požiūrių: griežtų bendrų taisyklių nustatymo arba korporatyvinio valdymo klausimų palikimo rinkos reguliavimuisi.

2.3. Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje yra horizontaliojo pobūdžio, kai nėra vieno teisės akto, reguliuojančio visus korporatyvinio valdymo klausimus, o korporatyvinį valdymą reguliuojančios nuostatos yra įtvirtintos įvairiuose bendrovių teisę, vertybinių popierių teisę bei finansų rinkas reguliuojančiuose teisės aktuose. Europos Sąjungos lygmeniu priimtų sprendimų korporatyvinio valdymo srityje analizė parodė, kad tokie sprendimai yra būdingi anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui. Nors korporatyvinio valdymo srityje Europos Sąjungos lygmeniu yra įtvirtinami ir civilinės teisės korporatyvinio valdymo modeliui būdingi socialiniai aspektai, vis dėlto tai neatsveria anglosaksų kilmės iniciatyvų, o tai leidžia teigti, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygmeniu vyksta anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi.

3. Atlikta mokslinės literatūros analizė, siekiant atskleisti korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų sąveiką, leidžia daryti šias išvadas:

3.1. Mokslinėje literatūroje analizuojamas korporatyvinio valdymo ir atskirų kapitalo rinkos funkcionavimą atspindinčių rodiklių ryšys, tačiau nėra kompleksiško požiūrio į šalies

korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį jos kapitalo rinkai. Tarp korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkų funkcionavimo egzistuoja abipusis ryšys. Korporatyvinio valdymo reguliavimas ir jo laikymosi užtikrinimas daro įtaką korporatyviniam valdymui šalyje. Viena vertus, tai teigiamai veikia bendrovių priėjimo prie išorinių finansavimo šaltinių galimybes bei jų finansinius veiklos rezultatus ir sudaro prielaidas sklandžiam kapitalo rinkos funkcionavimui. Antra vertus, padidėjęs investuotojų skaičius kapitalo rinkose lemia didesnę politinį spaudimą stiprinti investuotojų apsaugą ir tobulinti reguliavimą korporatyvinio valdymo srityje.

3.2. Šalies kapitalo rinkos išsivystymo lygio nustatymo kriterijai ir rodikliai mokslinėje literatūroje nėra vienareikšmiškai apibrėžti. Nė vienas iš rodiklių neatspindi visų šalies kapitalo rinkos funkcionavimo aspektų, o kiekybiškai matuojamiems rodikliams išlieka aktualus jų ribinių reikšmių nustatymo klausimas, skiriant išsivysčiusias ir neišsivysčiusias kapitalo rinkas. Atsižvelgiant į kapitalo rinkų išsivystymo lygiui įvertinti naudojamų rodiklių įvairovę ir jų reikšmių vertinimo, siejant su rinkos išsivystymo lygiu, neapibrėžtumą, minėtina, kad tik įvairių kapitalo rinkos funkcionavimą atskleidžiančių rodiklių visuma sudaro galimybes įvairiapusiškai įvertinti šalių kapitalo rinkų išsivystymo lygį. Korporatyvinis valdymas, sudarydamas prielaidas pasitikėjimo kapitalo rinkose kūrimui, taip pat prisideda prie šalies kapitalo rinkos vystymosi, todėl korporatyvinio valdymo poveikiui kapitalo rinkoms vertinti naudojami kapitalo rinkų išsivystymo lygį apibrėžiantys rodikliai.

4. Teorinės analizės pagrindu disertacijoje pateikta korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimo metodika, kurios esminiai akcentai yra šie:

4.1. Korporatyvinio valdymo tematikos moksliniuose tyrimuose dažniausiai vertinamas korporatyvinio valdymo reguliavimo pokyčių poveikis atskiriems kapitalo rinkų funkcionavimo rodikliams. Verta pastebėti, kad tokių tyrimų rezultatai riboja galimybes kompleksiskai įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį šalies kapitalo rinkai. Todėl disertacijoje pagrindžiamas poreikis tyrimų, atliekamų taikant tiek kokybinius, tiek kiekybinius tyrimo metodus, sudarančių prielaidas gauti platesnio spektro rezultatus ir apibendrinančias išvadas, leidžiančius įvertinti šalių institucinius ypatumus. Siekiant korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikio kapitalo rinkoms įvertinimo kompleksiskumo, disertacijoje, integruojant atskirus korporatyvinio valdymo ir jo poveikio finansų rinkoms mokslinių tyrimų aspektus bei kitas svarbias prielaidas, yra sudarytas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis.

4.2. Nors korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis yra universalus, tačiau atsižvelgiant į disertacijos tyrimo specifiškumą, lemiamą to, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje yra viršnacionalinis reguliavimas,

kuris veikia kapitalo rinkų funkcionavimą tik tuomet, kai yra perkeliamas į valstybių narių nacionalines teisės sistemas, pagrįstas korporatyvinio valdymo reguliavimo ir kapitalo rinkos sąveikos modelis yra transformuotas taip, kad jį būtų galima pritaikyti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikiui kapitalo rinkoms valstybėse narėse vertinti. Kartu pasiūlyta metodika, sudaranti prielaidas kompleksiskai įvertinti reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį valstybių narių korporatyviniam valdymui ir korporatyvinio valdymo valstybėse narėse poveikį jų kapitalo rinkoms. Esminiai disertacijoje pristatomos metodikos naujumo bruožai yra šie:

- Metodika pasižymi tikslingu valstybių narių grupavimu ir atrinkimu, atsižvelgiant į jų teisės tradiciją bei kapitalo rinkos dydį, ir korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu nulemtos korporatyvinio valdymo kaitos ir kapitalo rinkos funkcionavimo kiekvienoje iš šių valstybių narių, atstovaujančių skirtingoms teisės tradicijoms ir skirtingo dydžio kapitalo rinkų valstybių grupėms, vertinimu, pasitelkiant atvejo analizės metodą, panaudojant ekspertų apklausos, leksimetrikos, rangavimo, statistinių duomenų, mokslinės literatūros ir teisės aktų turinio analizės derinį.

- Valstybės narės, kaip atvejo, analizė, apimanti tiek ekonominio pakilimo, tiek nuosmukio laikotarpius, leidžia įvertinti korporatyvinio valdymo poveikį kapitalo rinkai šalyje, keičiantis ekonomikos ciklui.

- Korporatyvinio valdymo kaita valstybėse narėse vertinama ekspertų apklausos ir teisės aktų turinio bei mokslinės literatūros analizės būdu, ir šie kokybiniai duomenys, taikant leksimetrikos metodą, išreiškiami kiekybine išraiška.

- Korporatyvinio valdymo poveikis kapitalo rinkoms vertinamas per tikslingai atrinktų kapitalo rinkos rodiklių (rinkos kapitalizacija; vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje skaičius; apyvarta; pirminių viešų akcijų siūlymų skaičius; susijungimo ir įsigijimo atvejų rinkoje skaičius) reikšmių metinius pokyčius tiriamuoju laikotarpiu, taikant rangavimo metodą.

5. Siekiant įvertinti korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikį valstybių narių kapitalo rinkoms, naudojantis parengta metodika atlikto empirinio tyrimo rezultatai leidžia daryti šias išvadas:

5.1. Atvejų analizės ir ekspertų apklausos rezultatai parodė, kad dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu korporatyvinis valdymas valstybėse narėse konverguoja. Buvo nustatyta, jog korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu tiriamuoju laikotarpiu turėjo esminį poveikį anglosaksų korporatyvinio valdymo modeliui būdingų požymių įsigalėjimui valstybėse narėse. Tai leidžia patvirtinti hipotezę H1, kad

korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygiu kreipia korporatyvinį valdymą valstybėse narėse anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi.

5.2. Ekspertų apklausos rezultatai ir ekspertų individualių nuomonių suderinamumo įvertinimas atskleidė, kad korporatyvinio valdymo poveikio svarbą atskiriems kapitalo rinkos rodikliams ekspertai vertina labai skirtingai, tačiau pačios įtakos šiems kapitalo rinkos rodikliams neneigia. Ekspertų nuomonių įvairovė rodo, kad vertinant korporatyvinio valdymo reguliavimo poveikį kapitalo rinkoms tikslinga pasitelkti ne kurį nors vieną kapitalo rinkos funkcionavimą atskleidžiantį rodiklį, bet keletą rodiklių, kurie atspindėtų skirtingus kapitalo rinkos funkcionavimo aspektus.

5.3. Kapitalo rinkų funkcionavimo valstybėse narėse tyrimo rezultatai parodė, kad korporatyvinis valdymas tos pačios teisės tradicijos valstybių narių mažose kapitalo rinkose dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu kito stipriau negu didelėse kapitalo rinkose. Tačiau teigiamas poveikis mažų kapitalo rinkų funkcionavimui nėra didesnis nei didelių kapitalo rinkų. Taip paneigiama hipotezė H2, kad korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu teigiamas poveikis mažų kapitalo rinkų funkcionavimui yra didesnis nei didelių kapitalo rinkų funkcionavimui. Minėtina, kad mažų kapitalo rinkų teigiami pokyčiai yra didesni negu didelių kapitalo rinkų ekonomikos augimo laikotarpiu. Ekonominio nuosmukio laikotarpiu gauti priešingi rezultatai, tai yra didelių kapitalo rinkų funkcionavimo neigiami pokyčiai yra mažesni.

5.4. Korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio valstybių narių kapitalo rinkoms vertinimas pagal valstybių narių teisės tradiciją parodė, kad korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje turi mažesnę teigiamą poveikį anglosaksų teisės tradicijas turinčių Europos Sąjungos valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimui. Atsižvelgiant į tai, jog korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje vyksta anglosaksų korporatyvinio valdymo modelio kryptimi, Europos Sąjungos lygmeniu priimami sprendimai dėl korporatyvinio valdymo savo turiniu nesiskiria nuo anglosaksų teisės tradicijas turinčiose Europos Sąjungos valstybėse narėse jau galiojančio reguliavimo. Tai leidžia patvirtinti hipotezę H3, kad dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu civilinės teisės tradicijas turinčių valstybių narių kapitalo rinkų funkcionavimo teigiami pokyčiai yra didesni negu anglosaksų teisės tradiciją turinčios valstybės narės kapitalo rinkos.

6. Modeliuojant tolesnes korporatyvinio valdymo politikos Europos Sąjungoje formavimo perspektyvas, disertacijos tyrimo rezultatų pagrindu galėtų būti reikšmingos šios išvalgos:

6.1. Svarstant naujas Europos Sąjungos teisėkūros iniciatyvas korporatyvinio valdymo srityje turi būti įvertinamas valstybių narių kapitalo rinkų skirtingumas. Atsižvelgiant į tai, svarbu, kad formuojant korporatyvinio valdymo politiką būtų priimami ne tik bendros Europos Sąjungos kapitalo rinkos kūrimą užtikrinantys, bet ir sąlygas skirtingų kapitalo rinkų konkurencingumui ir vystymuisi sudarantys sprendimai.

6.2. Korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungoje turėtų pasižymėti lankstumu, sudarančiu prielaidas valstybėms narėms, atsižvelgiant į jų kapitalo rinkų poreikius, pačioms pasirinkti tinkamiausius Europos Sąjungos lygiu priimtų sprendimų įgyvendinimo būdus ir formas. Didelei kapitalo rinkai tinkantis korporatyvinio valdymo reguliavimas gali per daug riboti mažos kapitalo rinkos vystymąsi. Vadinasi, Europos Sąjungos lygmeniu bendro reguliavimo korporatyvinio valdymo klausimais veiksmų turėtų būti imamasi tik tuomet, kai valstybės narės veikdamos pačios negali pasiekti norimų tikslų, ir šiems tikslams pasiekti turi būti pasirenkamos tinkamos priemonės.

6.3. Disertacijos empirinio tyrimo rezultatai atskleidė, kad dėl korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu labiausiai kito išoriniai korporatyvinio valdymo mechanizmai, tokie kaip skaidrumas, atskaitomybė, akcininkų apsauga, ir tai lėmė teigiamus kapitalo rinkų funkcionavimo pokyčius. Atsižvelgiant į tai manytina, kad vidiniai korporatyvinio valdymo mechanizmai, tokie kaip bendrovių valdymo struktūra, darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme, turėtų būti palikti valstybių narių nacionalinės teisės kompetencijai.

7. Tolesnes tyrimų korporatyvinio valdymo srityje kryptis ir jų tikslingumą lemia šioje disertacijoje atlikto tyrimo ribotumai, suponuojantys tokių temų nagrinėjimą: korporatyvinio valdymo reguliavimo įtakos alternatyvioms rinkoms vertinimą; platesnio spektro, specifinių kapitalo rinkos rodiklių korporatyvinio valdymo pokyčių įtakai kapitalo rinkoms vertinti identifikavimą ir pagrindimą; korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygiu poveikio visų valstybių narių kapitalo rinkoms (atskirai mažoms, didelėms kapitalo rinkoms) vertinimą; nacionalinio korporatyvinio valdymo kaitos dėl Europos Sąjungos korporatyvinio valdymo reguliavimo sprendimų valstybėse narėse lyginamąją analizę; kitų veiksnių, tokių kaip šalies politinė sistema, kultūrinė aplinka ir pan., poveikio korporatyviniam valdymui ir kapitalo rinkos funkcionavimui vertinimą; korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungos lygmeniu optimalios apimties paieškas.

## LITERATŪROS SĄRAŠAS:

1. Abbott, K. W., Snidal, D. (2000). Hard and Soft Law in International Governance. *International Organization*, Vol. 54, p. 421.
2. Abraham, S., Marston, C., Jones, E. (2015). Disclosure by Indian companies following corporate governance reform. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 16 Iss. 1, p.114 – 137.
3. Adam, K., Jappelli, T., Menichini, A., Padula, M., Pagano, M. (2002). Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 27]. Prieiga per internetą: <http://citeseer.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.126.6040>.
4. Agrawal, R. N. (2000). Financial integration and capital markets in developing countries: A study of growth, volatility and efficiency in the Indian Capital Market. Institute of Economic Growth.
5. Agrawal, A. (2001). Common Property Institutions and Sustainable Governance of Resources. *World Development*, Vol. 29, No.10, p. 1649–1672.
6. Aguilera, R. V., Jackson, G. (2003). The Cross-National Diversity Of Corporate Governance: Dimensions And Determinants. *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, p. 447–465.
7. Aguilera, R., Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, Iss. 3, p. 376–387.
8. Alba, J. D., Park, D., Wang, P. (2009). Corporate governance and merger and acquisition (M&A) FDI: Firm-level evidence from Japanese FDI into the US. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 19, No. 1, p. 1-11.
9. Alcock, A. (2009). An accidental change to directors' duties?. *Company Lawyer*, Vol. 30, p. 362. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://usir.salford.ac.uk/3112/>.
10. Allen, F., Gale, D. (1998). Optimal Financial Crises. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 4, p. 245-1284.
11. Allen, F., Gale, D. (2000). Financial Contagion. *Journal of Political Economy*, Vol. 108, No. 1. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=202376>.
12. Al-Shubiri, F.N. (2010). Capital structure and value firm: an empirical analysis of abnormal returns, *Economia. Management*, Vol. 13, No.2, p. 240-253.

13. Ambrosio, F. J., Kinniry, F. M. (2009). Stock market volatility measures in perspective. Vanguard investment counseling & research, Discussion Paper, No. 3.
14. Comissão Do Mercado De Valores Mobiliários (2011). Annual Report on the Corporate Governance of Listed Companies in Portugal. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą: <http://www.cmvm.pt/EN/Estudos/Documents/Final.Corporate.Governance.Report.2011.pdf>.
15. Ararat, M., Black, B. S., Yurtoglu, B. B. (2014). Corporate Governance, Business Groups, and Market Value: Time-Series Evidence from Turkey. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 16]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2277768>.
16. Ashbaugh, S.A., Collins, D.W., LaFond, R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=639681>.
17. Aspris, A., Frino, A. (2015). Board Independence, Stock Liquidity, and Price Efficiency. Financial Markets & Corporate Governance Conference. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 24]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1922608>.
18. Atanasov, V., Ciccotello, C., Gyoshev, S. (2006). Learning from the General Principles of Company Law for Transition Economies: The Case of Bulgaria. *Journal of Corporation Law*, Vol. 31, No. 4, p. 1004–1033.
19. Attig, N. (2003). Corporate Governance, Corporate Policies, and Stock Market Liquidity: Evidence on Dilution of Minority Interests. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://www.irec.net/upload/file/memoires\\_et\\_theses/464.pdf](http://www.irec.net/upload/file/memoires_et_theses/464.pdf).
20. Augustinaitis, A., Rudzkienė, V., Petrauskas, R., Dągytė, I., Martinaitytė, E., Leichteris, E., Malinauskienė, E., Višnevskā, V., Žilionienė, I. (2009). Lietuvos e. valdžios gairės: ateities išvalgų tyrimas: kolektyvinė monografija. Vilnius: Mykolo Riomerio universitetas.
21. Bae, K.H., Goyal, V.K. (2010). Equity market liberalization and corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No. 5, p. 609–621.
22. Bagheri, M., Nakajima, C. (2004). Competition and Integration Among Stock Exchanges: the Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies. *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 24, No.1, p. 69–97.
23. Baker, E., Godridge, B., Gottesman, A., Morey, M. (2007). Corporate Governance Ratings in Emerging Markets: Implications for Market Valuation, Internal Firm-

- Performance, Dividend Payouts and Policy. The International Research Conference on Corporate Governance in Emerging Markets, Istanbul.
24. Baker, E., Morey, M., Gottesman, A., Godridge B. (2009). Does Better Corporate Governance Result in Higher Valuations in Emerging Markets? Another Examination Using a New Data Set. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, No. 2, p. 254-262.
  25. Barani, L. (2006). Hard and Soft Law in the European Union: The Case of Social Policy and the Open Method of Coordination. Constitutionalism Web-Papers, ConWEB No. 2/2006. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 10]. Prieiga per internetą: [https://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sowi/politik/governance/ConWeb\\_Papers/conweb2-2006.pdf](https://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sowi/politik/governance/ConWeb_Papers/conweb2-2006.pdf).
  26. Bareikienė, D., Sūdžius, V. (2011). Finansų krizės poveikis Lietuvos vertybinių popierių rinkai. *Verslas: teorija ir praktika*, T. 12, Nr. 3, p. 236–245.
  27. Barca, F., Becht, M. (2001). The Control of Corporate Europe. Oxford University Press.
  28. Baublys, L., Beinoravičius, D., Kaluina, A., Paresh, K., Lastauskienė, G., Miliauskaitė, K., Spruogis, E., Stankevičius, V., Venckienė, E. (2010). Teisės teorijos įvadas. Vilnius: MES.
  29. Bauer, R., Guenster, N., Otten, R. (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=444543>.
  30. Baums, T., Birkenkaemper, A. (1998). Corporate Governance in Germany. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=158038>.
  31. Bebchuk, L. A., Cohen, A., Ferrell, A. (2004). What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 2, p. 783–827. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=593423>.
  32. Bebchuk, L., Neeman, Z. (2005). A Political Economy Model of Investor Protection. Incomplete Working Draft. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, gruodžio 4]. Prieiga per internetą: [http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Political%20Economy%20Model\\_03-06-06\\_B103.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Political%20Economy%20Model_03-06-06_B103.pdf)
  33. Becht, M., Bolton, P., Röell, A. (2005). Corporate Governance and Control. Finance Working Paper No. 02/2002. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per

internetā:

<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan033582.pdf>.

34. Becht, M., Mayer, C. (2000). Corporate control in Europe. 33 p. [Interaktyvus] [žiūrēta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetā: <http://economics.ouls.ox.ac.uk/11439/1/ccineurope.pdf>.
35. Beck, T. Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2002). Law and finance: why does legal origin matter? National bureau of economic research, w9379. [Interaktyvus] [žiūrēta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetā: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19215/multi0page.pdf?sequence=1>
36. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001). In Financial Structure and Economic Growth: A Cross – Country Comparison of Banks, Markets, and Development. Cambridge, MA: MIT Press.
37. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (2002). Financial and legal constraints to firm growth - Does size matter? Policy Research Working Paper Series 2784, The World Bank.
38. Beck, T., Levine, R. (2003). Legal institutions and financial development. National Bureau of Economic Research Working Paper 10126. [Interaktyvus] [žiūrēta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetā: <http://www.nber.org/papers/w10126.pdf>.
39. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2003). Law And Finance: Why Does Legal Origin Matter? *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31(4), p. 653-675.
40. Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M., Zimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, Vol. 12, Iss. 2, p. 249–283.
41. Bekaert, G., Harvey, C., Lundblad, C. (2000). Emerging Equity Market and Economic Development, NBER Working Paper, No. 7763.
42. Bekaert, G., Harvey C., Lundblad, C. (2001). Does Financial Liberalization Spur Growth? NBER Working Paper, No. 8245.
43. Belot, F., Ginglinger, E., Slovin, M., Sushka, M. (2014). Freedom of Choice between Unitary and Two-Tier Boards: An Empirical Analysis. [Interaktyvus] [žiūrēta 2015, spalio 27]. Prieiga per internetā: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2389374](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2389374).
44. Bennedsen, M., Nielsen, K., Nielsen, T. (2012). Private Contracting and Corporate Governance: Evidence from the Provision of Tag-Along Rights in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, No. 18, 904–918.

45. Berglöf, E., Claessens, S. (2006). Enforcement and Good Corporate Governance in Developing Countries and Transition Economies. *World Bank Research Observer*, World Bank Group, Vol. 21, No.1, p. 123-150.
46. Berkowitz, D., DeJong, D. N. (2003). Policy Reform and Growth in Post-Soviet Russia. *European Economic Review*, Vol. 47, No.2, p. 141-156. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=400680](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=400680).
47. Berkowitz, D., Pistor K., Richard J.F. (2003). Economic Development, Legality and the Transplant Effect. *European Economic Review*, Vol. 47, No 1, p. 165–195.
48. Berle, A., Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan Inc.
49. Bezemer, P., Peij, S., de Kruijs, L., Maassen, G. (2014). How two-tier boards can be more effective. *Corporate Governance: The International Journal of Business In Society*, No. 14(1), pp. 15–31.
50. Bézard, P. (2004). Face-à-face entre la notion française d'intérêt social et le gouvernement d'entreprise. *Petites Affiches*, No. 31, p. 45–47.
51. Bhide, A. (1994). The Hidden Cost of Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, p. 31–51.
52. Birkner, A., Hasenauer, C. (2008). Austria. Corporate Governance: Board structures and directors' duties in 40 jurisdictions worldwide. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, kovo 28]. Prieiga per internetą: [http://www.chsh.com/fileadmin/docs/publications/Hasenauer/Austria\\_3.pdf](http://www.chsh.com/fileadmin/docs/publications/Hasenauer/Austria_3.pdf).
53. Bitinas, B., Rupšienė, L., Žydžiūnaitė, V. (2008). Kokybiųjų tyrimų metodologija: vadovėlis vadybos ir administravimo studentams. Klaipėda: S. Jokužio leidykla spaustuvė.
54. Bivainis, J., Garškaitė, G. (2000). Įmonių bankroto grėsmės įvertinimas. *Ekonomika*, Nr. 51, p. 7–19.
55. Black, B.S. (2001). The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, *UCLA Law Review*, Vol. 48, p. 781–855.
56. Black, B.S., De Carvalho, A.G., Gorga, É. (2009). The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms. U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109: [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1003059>.
57. Black, B.S., Khanna, V.S. (2007). Can Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India. *Journal of Empirical Legal Studies*,

- pp. 749–796. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=914440>.
58. Black, B., de Carvalho, A. G., Gorga, E. (2012). What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets?: Evidence from Brazil (and Other BRIK Countries). 18 *Journal of Corporate Finance*, p. 934–952.
  59. Black, B. S., De Carvalho, A. G., Khanna, V., Kim, W., Yourtoghlu, B. (2013). Methods for Multicountry Studies of Corporate Governance (and Evidence from the BRIKT Countries). Law & Economics Working Papers, No. 74.
  60. Black, B. Kim, W. (2012). The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data. *Journal of Financial Economics*, No. 104, p. 203–226.
  61. Blommestein, H.J. (2003). Business Morality Audits Are Needed. *Finance & Common Good*, No. 15.
  62. Blommestein, H.J. (2006). Visions about the Future of Banking. SUERF Studies, SUERF - The European Money and Finance Forum, No. 2006/2.
  63. Blot, C., Creel, J., Delatte, A. L., Labondance, F., Levasseur, S. (2014). Structural evolutions and reforms of the French banking and financial system since the 1980s: Relationship with the legal process of European integration. FESSUD Working paper series, No. 66. [Interaktyvus] [žiūrėta 2016, sausio 3]. Prieiga per internetą: <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2013/04/Structural-evolutions-and-reforms-of-the-French-banking-and-financial-system-since-the-1980s-...-Workin-Paper-66.pdf>.
  64. Böckli, P., Davies, P. L., Ferran, E., Ferrarini, G. A., Garrido G. J. M., Hopt, K. J., Pietrancosta, A., Pistor, K., Skog, R., Soltysinski, S., Winter, J. W., Wymeersch, E. (2012). The Future of European Company Law. *Columbia Law and Economics Research Paper*, No. 420.
  65. Braendle, U.C., Noll, J. (2006). Enlarged EU: enlarged corporate governance? Why directives might be more appropriate for transition economies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 6 Iss. 3, p. 296 – 304.
  66. Brennan, N. M., Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 21 Iss. 7, p.885 – 906.
  67. Brown, L.D., Caylor, M.L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=586423>.

68. Brown, L.D., Caylor, M.L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, No. 4. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=754484>.
69. Brüggemann, U., Kaul, A., Leuz, C., Werner, I. (2013). The Twilight Zone: OTC Regulatory Regimes and Market Quality. ECGI Law Working Paper N° 224/2013.
70. Bruno, V.G., Claessens, S. (2007). Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? Policy Research Working Paper Series 4140, The World Bank.
71. Burhop, C., Deloof, M. (2011). Corporate Governance. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/30april\\_Burhop-Deloof\\_Corporate-Governance\\_PSE.pdf](http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/30april_Burhop-Deloof_Corporate-Governance_PSE.pdf).
72. Burki, S.J., Perry, G. (1998). Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter. Washington, D. C.: World Bank.
73. Charreaux, G., Wirtz, P. (2007). Corporate Governance in France. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą: <http://leg.u-bourgogne.fr/images/stories/wp/1070201.pdf>.
74. Carey, M. (2004). Global financial integration: a collection of new research, FRB International Finance Discussion Paper, No. 821, p. 1–8.
75. Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo–Saxon, Continental, or still the century of diversity? *Journal of European Public Policy*, Vol. 11, Iss. 1.
76. Charitou, A., Christodoulos, L. (2014). Corporate Governance, Agency Problems, and Firm Performance: Empirical Evidence from an Emerging European Market. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 17]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2221612>.
77. Chen, K.C., Chen, Z., Wei, K.C. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, p. 273–289.
78. Chen, J., Duh, R., Hsu, A., Pan, C. M. (2015). Can Anglo–Saxon audit committee scheme improve earnings quality in non-Anglo–Saxon environments? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 11, Iss. 1, p. 61–74.
79. Chinn, M.D., Ito, H. (2005). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, NBER Working Papers 11370.

80. Choudhry, T.L., Lu, L. Peng, K., (2007). Common stochastic trends among Far East stock prices: Effects of the Asian financial crisis. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 16, p. 242-261.
81. Cicon, E., Ferris, S., Kammel, A., Noronha, G. (2012). European Corporate Governance: a Thematic Analysis of National Codes of Governance. *European Financial Management*, Vol. 18, No. 4, p. 620–648.
82. Claessens, S., Klingebiel, D., Schmukler, S. (2002). Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Centers. Policy Research Working Paper Series No. 2816.
83. Claessens, S. (2003). Corporate Governance and Development. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=642721>.
84. Claessens, S. (1995). Corporate governance and equity prices: evidence from the Czech and Slovak Republics. Policy Research Working Paper Series 1427, The World Bank.
85. Claessens, S., Yurtoglu, B.B. (2012). Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1988880>.
86. Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, Vol. 4, No. 16, p. 386–405. [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 28]. Prieiga per internetą: <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/candidates/poolsombat/ec112/coase1937.pdf>.
87. Coffee, J.C. (2001). The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting. The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 191. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file\\_id=64222&showthumb=0](http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=64222&showthumb=0).
88. Coffee, J. C., Berle, A. A. (2007). Capital Market Competitiveness and Enforcement Intensity. Washington D.C. [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 28]. Prieiga per internetą: [http://www.ecgi.org/tcgd/2007/documents/coffee\\_presentation.ppt](http://www.ecgi.org/tcgd/2007/documents/coffee_presentation.ppt).
89. Coffee, J.C. (2000). The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law and Economics Working Paper No. 182. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=254097>.

90. Coglianesi, C., Healey, T. J., Keating, E. K., Michael, L. (2004). The Role of Government in Corporate Governance. *New York University Journal of Law and Business*, Vol. 1, p. 219.
91. Collier, P., Zaman, M. (2005). Convergence in European corporate governance: *The audit committee concept*, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, p. 753–68.
92. European Commission (2002). Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, balandžio 20]. Prieiga per internetą: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf).
93. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: [www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf).
94. Connelly, J. T., Limpaphayom, P., Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, Iss. 6, p. 1722–1743.
95. Cooter, R. D., Ginsburg, T. (2003). Leximetrics: Why the Same Laws are Longer in Some Countries than Others. Illinois Law & Economics Research Paper No. LE03-012.
96. Cornelius, P. K., Kogut, B. (2003). Introduction to Corporate Governance and Capital Flows In a Global Economy. Oxford University Press.
97. Christiansen, H., Koldertsova, A. (2009). The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance. *Financial Market Trends*, Vol. 2009/1.
98. Čerka, P. (2006). Nuosavybės ir valdymo atskyrimo problematika akcinėse bendrovėse. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, No. 37, p. 47–57.
99. Čiočys, R. (2013). Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos: daktaro disertacija. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://vddb.laba.lt/fedora/get/LT-eLABa-0001:E.02~2013~D\\_20130521\\_163807-51778/DS.005.0.01.ETD](http://vddb.laba.lt/fedora/get/LT-eLABa-0001:E.02~2013~D_20130521_163807-51778/DS.005.0.01.ETD).
100. Dahya, J., McConnell, J.J., Travlos, N.G. (2002). The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover. *The Journal of Finance*, Vol. 57, Iss. 1, p. 461–483.
101. Darškuvienė, V., Šakalytė, J. (2006). Efficiency of Financial System and Corporate Value Recognition: the Case of Lithuania. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, Nr. 40.

102. Darškuvienė, V., Šakalytė, J. (2009). Efficiency of Stock Exchange Network Formation as a Change in Market Concentration. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, Nr. 3/1.
103. Darškuvienė, V., Grigaravičius, S. (2003). Company Performance, Capital Structure and Key Characteristics of Corporate Governance in Lithuania. *Financial Market and Management: Int. Conference University of Latvia*, p.48–55.
104. Darškuvienė, V. (2000). Development of Elements of Corporate Governance System in Lithuania in the Transition Period. *West–East Technology Transfer in the Context of European Integration, International Scientific Conference, Kaunas, VMU*, p.72–78.
105. Darškuvienė, V., Vazniokas, P. (2007). Corporate governance system: Microeconomic aspects. *Applied economics: systematic research*, Vol. 1, Nr.2.
106. Das, P. (2014). The role of corporate governance in foreign investments. *Applied Financial Economics*, Vol. 24, Iss. 3, p. 187–201.
107. Davulis, T. (2005). Worker board-level representation in Lithuania (country analysis). *Worker board-level representation in the new EU Member States: Country reports on the national systems and practices*, p. 67–72. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, kovo 27]. Prieiga per internetą: [http://www.seeurope-network.org/homepages/seeurope/file\\_uploads/presens\\_reports\\_blr\\_in\\_nms.pdf](http://www.seeurope-network.org/homepages/seeurope/file_uploads/presens_reports_blr_in_nms.pdf).
108. De la Torre, A., Gozzi, J.C., Schmukler, S. (2007). Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, Iss. 6, p. 1731–1754.
109. Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (1996). Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. *The World Bank Economic Review*, p. 223–239.
110. Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (1993). Stock market development and financial intermediary growth: a research agenda. *Policy Research Working Paper Series 1159*.
111. Demsetz, H., Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, p. 1155–1177.
112. Denis, D.K., McConnell, J.J. (2003). International Corporate Governance. *ECGI - Finance Working Paper*, No. 05/2003. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=320121>.
113. Dewing, K., Lehn A.S. (1953). *Foundations of Finance*. New York, Basic, p. 42-47.
114. Dharmapala, D., Khanna, V. (2013). Corporate Governance, Enforcement and Firm Value: Evidence from India”. *Journal of Law, Economics and Organization*, No. 29, p. 1056.

115. Didžiulis, V. (2001). Korporacinis valdymas ir jo vystymosi tendencijos Lietuvoje: disertacija. Vytauto Didžiojo universiteto leidykla.
116. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, p. 430–465.
117. Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, No.1, p. 1–39.
118. Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M. (2011). The U.S. Left Behind: The Rise of IPO Activity Around the World. ECGI - Finance Working Paper No. 303/2011. [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 16]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1795423>.
119. World bank (2005). Doing business in 2006. Washington, DC: World Bank. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, balandžio 20]. Prieiga per internetą: <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB06-FullReport.pdf>.
120. Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, Vol. 10, Iss. 2, p. 267–293.
121. Dumitrescu, L., Fuciu, M. (2010). The Role Of Database Marketing In The Operationalization Of The Services Relationship Marketing. *Studies in Business and Economics*, Vol. 5(1), p. 80–91.
122. Dworkin, R. (1986). A Matter of Principle. Harvard University Press.
123. Eberlein, B. (2003). Formal and Informal Cooperation in Single Market Regulation. In *Informal Governance in the EU* (ed. T. Christiansen, S. Piattoni), Edward Elgar.
124. Eckardt, M., Kerber, W. (2013). Horizontal and Vertical Regulatory Competition in EU Company Law: The Case of the European Private Company (SPE). Andrassy Working Paper Series No.28.
125. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007). Transparency, Disclosure, and the Federal Reserve. *International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking*, Vol. 3(1), p. 179–225.
126. Ekinci, M.F., Kalemli-Ozcan, S., Sørensen, B.E. (2007). Financial Integration within EU Countries: The Role of Institutions, Confidence and Trust. NBER International Seminar on Macroeconomics, 325–400. [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 28]. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/chapters/c3015.pdf>.
127. Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija (EBPO). (1999). OECD Principles of corporate governance. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga

- per internetą:  
[http://www.complianceonline.com/dictionary/OECD\\_Principles\\_of\\_Corporate\\_Governance.html](http://www.complianceonline.com/dictionary/OECD_Principles_of_Corporate_Governance.html).
128. Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija (EBPO). (2004). OECD Principles of corporate governance. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą:  
[http://www.complianceonline.com/dictionary/OECD\\_Principles\\_of\\_Corporate\\_Governance.html](http://www.complianceonline.com/dictionary/OECD_Principles_of_Corporate_Governance.html).
129. Emmons, W.R., Schmid, F.A. (1999). Corporate governance and corporate performance. Working Papers 1999–018, Federal Reserve Bank of St. Louis.
130. Enriques, L. (2006). EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They. *Journal of International Law*, Vol. 27, Iss. 1.
131. European Commission (2007). Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, Commission staff working document. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 1]. Prieiga per internetą:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/sec20071022\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec20071022_en.pdf).
132. European Commission, Gerner-Beuerle, C., Paech, P., Schuster, E.P. (2013). Study on Directors' Duties and Liabilities. The European Commission. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/board/2013-study-analysis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/board/2013-study-analysis_en.pdf).
133. Faccio, M., Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, No. 3, p. 365–395.
134. Fama, E.F. (1980). Agency Problems and Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, p. 288–307.
135. Fama, E.F., French, K.R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No.3, p. 25–46.
136. Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą:  
<http://ssrn.com/abstract=94034>.
137. Franks, J.R., Mayer, C. (2001). Ownership and Control of German Corporations. *Review of Financial Studies*, Vol. 14, Iss. 4, p. 943–977. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=900656>.
138. Fratzscher, M. (2001). Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets. Papers 48, Quebec a Montreal - Recherche en gestion.

139. French, R. M. (1989). An Analogy between Western Legal Traditions and Approaches to artificial intelligence. *AI and Society*, Vol. 3, p. 229 – 55.
140. Frentrup, P.M.L. (2002). *Corporate governance 1602–2002*. Prometheus.
141. George, A.L., Bennett, A. (2004). *Case Studies and Theory Development*. Cambridge, MA: MIT Press.
142. Gerring, J. (2004). *Qualitative Methods*. Vol 2, No. 1. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <https://www1.maxwell.syr.edu/uploadedFiles/moynihan/cqrm/Newsletter2.1.pdf>.
143. Giannetti, M. (2003). On the Causes of Overlending: Are Guarantees on Deposits the Culprit? CEPR Discussion Papers 4055, C.E.P.R. Discussion Papers.
144. Giaro, T. (2011). Legal Tradition of Eastern Europe. Its Rise and Demise. *Comparative Law Review*, Vol. 2., No.1, p. 1–23.
145. Gilson, R.J. (2000). Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function (May 2000). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=229517>.
146. Glendon, M.A., Gordon M.W., Osakwe C. (1994). *Comparative Legal Traditions: Text, Materials, and Cases*.
147. Glenn, H. P. (2004). *Legal Traditions of the World, Second Edition*. New York, Oxford: Oxford University Press.
148. Global Corporate Governance guide: Portugal (2004). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, balandžio 20]. Prieiga per internetą: [http://www.globalcorporategovernance.com/n\\_europe/230\\_236.htm](http://www.globalcorporategovernance.com/n_europe/230_236.htm).
149. Goergen, M., Martynova, M., Renneboog, L. (2005). Corporate governance convergence: evidence from takeover regulation reforms in Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, Iss. 2, p. 243–268.
150. Goyenko, R.Y., Holden, C. W., Trzcinka, C.A. (2008). Do liquidity measures measure liquidity? *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, p. 153–181.
151. Gompers, P.A. Ishii, J.L., Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, 107–155. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=278920>.
152. Gorton, G., Schmid, F. (2000). *Class Struggle Inside the Firm: A Study of German Codetermination*. Working Paper, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

153. Graebner, M.E., Eisenhardt, K.M. (2004). The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, p. 366–403.
154. Grant, J., Kirchmaier, T. (2004). Corporate Ownership Structure and Performance in Europe. Centre for Economic Performance Discussion Paper No. 631.
155. Grassel, E., Schirmer, B. (2006). The use of volunteers to support family careers of dementia patients: results of a prospective longitudinal study investigating expectations towards and experience with training and professional support. *Zeitschrift Fur Gerontologie Und Geriatrie*, Vol. 39 (3), p.217–226.
156. Groenwegen, J. (2000). European Integration and Changing Corporate Governance Structures: The Case of France. *Journal of Economic Issues* Vol. 34, No. 2, p. 471–479.
157. Gugler, K., Mueller, D.C., Yurtoglu B.B. (2004). Corporate Governance and the Returns on Investment. *The Journal of Law and Economics*, Vol. 47, Iss. 2, p. 589–633.
158. Gugler, K., Mueller, D.C., Yurtoglu B. B. (2003). The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries. *Economic Journal*, Vol. 113, Iss. 491, p. 511–539.
159. Gugler, K., Siebert, R. (2007). Market Power versus Efficiency Effects of Mergers and Research Joint Ventures: Evidence from the Semiconductor Industry. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 89, No. 4, p. 645–659.
160. Haque, F., Arun T., Kirkpatrick, C. (2008). Corporate governance and capital markets: a conceptual framework. *Corporate Ownership and Control*, Vol. 5, No. 2, p. 264–276.
161. Hannigan, B. (2015). Company Law. Oxford University Press.
162. Harford, J., Mansi, S.A., Maxwell, W.F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the U.S. *Journal of Financial Economics*, No.87, p. 535–555.
163. Hatemi, A. (2012). Is the UAE stockmarket integrated with the USA stockmarket? New evidence from asymmetric causality testing. *Research in International Business and Finance*, Vol. 26, Iss. 2, p. 273–280.
164. Hauser-Ditz, A., Müller, S. (2002). Ethisches Investment. Unternehmen unter der Lupe. *Die Mitbestimmung*, No. 48, Iss. 11, p. 24–27.
165. Häusler, G. (2002). The Globalization of Finance. *Finance and Development*, Vol. 39, No. 1.
166. Haxhi, I., Aguilera, R. (2012). Are Codes Fostering Convergence in Corporate Governance? An Institutional Perspective. *Convergence Of Corporate Governance: Promise And Prospects* (ed. A. Rasheed and T. Yoshikawa), Palgrave.

167. He, E., Sommer, D. (2010). Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition. *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 77, Iss. 2, p. 265–295.
168. Henry, P.B. (2000). Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices. *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, p. 529–564.
169. Hermes, N., Postma, T.J.B.M., Zivkov, O. (2006). Corporate governance codes in the European Union: Are they driven by external or domestic forces?. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 2, No. 4, p. 280–30.
170. Hertig, G., McCahery, J.A. (2007). Optional Rather than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals. ECGI - Law Working Paper No. 78/2007.[Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=958247>.
171. Hertog, J. (2010). Review of Economic Theories of Regulation. - Discussion Paper Series, No. 10–18.
172. Hill, J. G. (2012). Regulatory Responses To Global Corporate Scandals. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 10]. Prieiga per internetą: <http://hosted.law.wisc.edu/wordpress/wilj/files/2012/02/hill.pdf>.
173. Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., Love, I. (2004). Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital. World Bank Policy Research Working Paper No. 2834.[Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=303969>.
174. Hirst, P., Thompson, G. (2002). The future of globalization. *Cooperation and Conflict* Vol. 37, No. 3, p. 247–265.
175. Hopt, K. (2011). Comparative Corporate governance: the state of the Art and International Regulation. *American journal of comparative Law*, Vol. 59, Iss. 1, p. 1–73.
176. Hopt, K.J. (2015). Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance. ECGI Law Working Paper No. 296/2015.
177. Horn, L. C. (2009). The Transformation of Corporate Governance Regulation in the European Union – Towards a Marketisation of Corporate Control. Amsterdam: Vrije Universiteit.
178. Hostak, P., Karaoglu, E., Lys, T., Yang, Y. (2013). An Examination of the Impact of the Sarbanes – Oxley Act on the Attractiveness of US Capital Markets for Foreign Firms. *Review of Accounting Studies*, Vol. 18, Iss. 2, p. 522–559.

179. Huizinga, H., Jonung, L. (2005). *The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*. New York: Cambridge University Press.
180. Yartey, C.A. (2008). *The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?* IMF Working Paper. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0832.pdf>.
181. Idowu, S.O., Caliyurt, K.T. (2014). *Corporate Governance: An International Perspective*. Springer Science & Business Media.
182. International Finance Corporation (IFC) (2015). *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*. [Interaktyvus]. [žiūrėta 2015, spalio 10]. Prieiga per internetą: [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c44d6d0047b7597bb7d9f7299ede9589/CG\\_Practices\\_in\\_EU\\_Guide.pdf?MOD=AJPERES](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c44d6d0047b7597bb7d9f7299ede9589/CG_Practices_in_EU_Guide.pdf?MOD=AJPERES).
183. *Irish Press Plc v Ingersoll Irish Publications Ltd.* (1993). High Court, byla, Barron J., December 15, 1993.
184. Ivaschenko, I.V., Brooks, P.K. (2008). *IMF Working Paper: Corporate Governance Reforms in the EU – Do They Matter and How?* USA: International Monetary Fund. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.5089/9781451869521.001>.
185. Jackson, K. (2011). *Towards A Stakeholder-Shareholder Theory Of Corporate Governance: A Comparative Analysis*. [Interaktyvus]. [žiūrėta 2015, spalio 24]. Prieiga per internetą: [http://works.bepress.com/katharine\\_jackson/1](http://works.bepress.com/katharine_jackson/1).
186. Jasienė, M., Paškevičius, A. (2010) Lietuvos pinigų ir kapitalo rinkų tarpusavio sąveiką lemiančių veiksnių analizė. *Verslas: teorija ir praktika*, Nr. 11(2), p. 107–115.
187. Jensen, C.M, Meckling, W.H. (1976) Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No.4, p. 305 – 360.
188. Jiraporn, P., Kim, J.C., Kim, Y.S. (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *Financial Review*, Vol. 46, Iss.: 2, p. 251–279, [Interaktyvus]. [žiūrėta 2014, spalio 18]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1805399> or <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00299.x>.

189. Jiraporn, P., Gleason, K.C. (2005). Capital Structure, Shareholder Rights, and Corporate Governance. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=792604>.
190. Johnson, S., Boone, P.D., Breach, A., Friedman, E. (2000). Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1–2. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=251881>.
191. Kagan, R.A. (2007). Globalization and Legal Change: The “Americanization” of European Law?” *Regulation & Governance*, Vol. 1, p. 99–120.
192. Kalemli–Ozcan, S., Alfaro, L., Chanda, A., Sayek, S. (2006). How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Exploring the Effects of Financial Markets on Linkages. DEGIT Conference Papers c011\_023, DEGIT, Dynamics, Economic Growth, and International Trade.
193. Kamar, E., Karaca-Mandic, P., Talley, E.L. (2007). Sarbanes-Oxley's Effects on Small Firms: What is the Evidence? USC CLEO Research Paper No. C07-9. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=993198>.
194. Kardelis, K. (2007). Mokslinių tyrimų metodologija ir metodai (edukologija ir kiti socialiniai mokslai): vadovėlis. Šiauliai: Lucilijus.
195. Keefer, P. (2007). Comment on "Evaluating Recipes for Development Success: The Policy Usefulness of Institutional and Political Analyses of Development. World Bank Research Observer, World Bank Group, Vol. 22(2), p. 159–164.
196. King, R., Levine, R. (1993). Finance and growth: schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, p. 717–737.
197. Kirchmaier, T., Owen, G., Grant, J. (2005). Corporate Governance in the US and Europe: Where Are We Now? [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 25]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=708461>.
198. Klagge, B., Martin, R. (2005). Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets? *Journal of Economic Geography*, Vol. 5(4), p. 387–421.
199. Klapper, L., Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No. 5, p. 703–728.
200. Knack, S., Keefer, P. (1995). Institutions and Economic Performance: Cross-country Tests using Alternative Institutional Measures. *Economics & Politics*, Vol.7, p. 207–227.

201. Kolacz, J. (2009). Polish Company Law: A Few Remarks on Legal History and Foreign Inspirations. [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 25]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2020231>.
202. Koncevičienė, I. (2006). Methodological aspects of decision-making in securities exchange consolidation. *Management of Organizations: Systematic Research*, No. 40, p. 59–79.
203. Korajczyk, R.A. (1996). Measure of Stock market Integration for Developed and Emerging Markets. *World Bank Economic Review*, Vol. 10, 267–289. [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 25]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=912468>.
204. Kowalewski, O., Stetsyuk, I., Talavera, O. (2007). Corporate governance and dividend policy in Poland. *German Institute for Economic Research*, Iss. 702. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=986111>.
205. Kumar, S. R. (2007). Corporate Governance and Ethics – Challenges and Imperatives. Circular No. 38/10/07. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 13]. Prieiga per internetą: <http://www.cvc.nic.in>.
206. Kumar, J., Singh, J. P. (2013). Global Financial Crisis: Corporate Governance Failures and Lessons. *Journal of Finance, Accounting and Management*, No. 4(1), p. 21–34.
207. Lagoa, S., Leao, E., Mamede, R. P., Barradas, R. (2014). Financialisation and the Financial and Economic Crises: The Case of Portugal. FESSUD Studies in Financial Systems, No. 24. [Interaktyvus] [žiūrėta 2016, sausio 3]. Prieiga per internetą: <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/FESSUD-STUDY-WP3-Country-study-Portugal-final-study-24.pdf>.
208. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, Vol. 52(3), p. 1131–50.
209. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106, p. 1113–1155.
210. La Porta, R., Lopez de Silanes, F. Shleifer, A., Vishny, R.W. (1999). Investor Protection and Corporate Governance. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=183908>.
211. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1–2, p. 3-27.
212. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No.3, p. 1147 – 1170.

213. Lazareva O., Rachinsky A., Stepanov, S. (2008). Corporate Governance, Ownership Structures and Investment in Transition Economies: the Case of Russia, Ukraine and Kyrgyzstan. Working Papers w0119, Center for Economic and Financial Research (CEFIR).
214. Lehn, K., Sukesh, P., Zhao, M. (2004). Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935–2000, Working Paper, Katz Graduate School of Business.
215. Levine, R., Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, p. 537–558.
216. Levine, R., Demirgüç-Kunt, A. (1999). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. Policy Research Working Papers, July.
217. Li, F. (2010). Textual Analysis of Corporate Disclosures: A Survey of the Literature. *Journal of Accounting Literature*, Vol. 29, p. 143–165.
218. Licht, A. N., Goldschmidt, C., Schwartz, S.H. (2005). Culture, Law, and Corporate Governance. *International Review of Law and Economics*, Vol. 25, p. 229–255.
219. Lietuvos bankas (2014). Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija AB NASDAQ OMX Vilnius biržoje masto tyrimas. Teminių straipsnių serija, Nr. 3.
220. Lietuvos Bankas (2011). Bendrovių valdymo praktikos apžvalga 37 p. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://www.lb.lt/bendroviu\\_valdymo\\_praktikos\\_apzvalga](http://www.lb.lt/bendroviu_valdymo_praktikos_apzvalga).
221. Lynch-Fannon, I. (2006). The European Social Model of Corporate Governance: Prospects for Success in an Enlarged Europe. *International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley*, p. 423-443.
222. Linck, J., Netter, J., Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87, 308–328.
223. Lins, K.V., Lemmon, M.L. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance*, Vol. 58, p. 1445–1468. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=424749>.
224. Lombardo, D., Pagano, M. (2002). Law and Equity Markets: A Simple Model. Corporate governance regimes: Convergence and diversity, p. 343–362.
225. Loukil, T., Clímaco, J. (2010). Special issue on Developments in Multiple Objective Programming and Goal Programming. *International Transactions in Operational Research*, Vol. 17, No.5, p. 681–681.
226. Lütz S., Eberle D. (2008). Varieties of Change in German Capitalism. Transforming the Rules of Corporate Control. *New Political Economy*, Vol. 13, No.4, p. 377–395.

227. Lütz, S., Eberle, D. (2007). On the Road to Anglo – Saxon Capitalism? German Corporate governance Regulation between Market and Multilevel Governance. CLPE Research Paper 4/2007, Vol. 03, No. 03.
228. Mahoney, P. (2001). The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right. *The Journal of Legal Studies*, Vol. 30, No. 2, p. 503–525.
229. Magnier, V. (2014). Harmonization Process for Effective Corporate Governance in the European Union: From a Historical Perspective to Future Prospects. *Journal of Law and Society*, 41, p. 95–120.
230. Marosi, A., Massoud, N. (2006). You Can Enter but You Cannot Leave...” – US Securities Markets and Foreign Firms. Working paper, University of Alberta.
231. Masih, R., Masih, M.M. (2002). Long and short term dynamic causal transmission amongst international stock markets. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, p. 563–587.
232. Matei, A., Matei, L. (2008). Statistic instruments for performance evaluation in the public sector. A case study for Romania. *International Review on Public and Nonprofit Marketing*, Vol. 5(1), 35–52.
233. Mateescu, R. A. (2015). Corporate governance disclosure practices and their determinant factors in European emerging countries. *Accounting and Management Information Systems*, Vol. 14, No. 1, p. 170–192.
234. Mathiesen, H. (2002). Managerial Ownership and Financial Performance. Copenhagen Business School.
235. Mattei, U. (1997). Three Patterns of Law: Taxonomy and Change in the World's Legal System. *The American Journal of Comparative Law*, No. 45.
236. Maw, N.G., Craig-Cooper, M. (1994). Maw on Corporate Governance. Dartmouth Publishing Company.
237. McAndrews, J., Stefanadis, C. (2002). The consolidation of European stock exchanges. *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 8.
238. Menski, W. (2005). Comparative Law in a Global Context. London: Cambridge University Press.
239. Merton, R. (1992). Financial Innovation and Economic Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, Iss. 4, p. 461–81.
240. Michael, B., Goo, S. H. (2015). Corporate governance and its reform in Hong Kong: a study in comparative corporate governance. *Corporate Governance*, Vol. 15 Iss. 4, p.444 – 475.

241. Milhaupt, C. J., Pistor, K. (2008). Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World. Columbia Law and Economics Working Paper No. 313. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=987291>.
242. Milukaitė, I. (2011). Analyzing the Presence of Ownership Concentration in the Lithuanian Stock Market: Bachelor Thesis. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą: [http://archive.ism.lt/bitstream/handle/1/125/ETD201130\\_Milukait%20Indr%20BD.pdf?sequence=1](http://archive.ism.lt/bitstream/handle/1/125/ETD201130_Milukait%20Indr%20BD.pdf?sequence=1).
243. Mishkin, F.S. (2006). How Big a Problem is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts. *Journal of Economic Literature*, Vol. 44(4), 988–1004.
244. Mizuno, M. (2014). Corporate Governance, Institutional Investors, and Firm Performance in France. *Journal of Business and Finance*, Vol. 2, No. 1, p. 33–46.
245. Modigliani, F. Perotti E. (1996). Protection of minority interest and development of security markets, Mimeo, MIT.
246. Moyer, R.C, Chatfield, R.E., Sisneros, P.M. (1989). Security Analysts Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, Iss. 4, p. 503–512.
247. Monks, R., Minow, N. (1995). Corporate Governance. Cambridge, Massachusetts: Blackwell.
248. Morck, R, Shleifer, A, Vishny, R.W. (1988). Management Ownership and Markets Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 293–316.
249. Mota, B., Montez, M. (2013). Portugal. The Corporate Governance Review, 3rd ed., ed. by W. Calkoen. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 27]. Prieiga per internetą: [www.csassociados.pt/xms/files/.../Portugal\\_3edicao.pdf](http://www.csassociados.pt/xms/files/.../Portugal_3edicao.pdf).
250. Mueller, D.C. (2006). Corporate Governance and Economic Growth. *International Review of Applied Economics*, Vol. 20, No. 5, p. 623–643.
251. Mulili, B.M., Wong, P. (2010). Corporate Governance Practices in Developing Countries: The Case of Kenya. *International Journal of Business Administration*, Vol. 2, No.1, p. 14–27.
252. Muravyev, A., Berezinets, I. (2014). The Structure of Corporate Boards and Private Benefits of Control: Evidence from the Russian Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 07, p. 34.

253. Murphy, A.(2005). Corporate Ownership in France: The Importance of History. National Bureau of Economic Research, p. 185–222. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/chapters/c10270.pdf>.
254. Najib, H. (2007). State of Corporate Governance in Arab Countries: An Overview. MPRA Paper 4566, University Library of Munich, Germany.
255. Nottage, L. (2007). Changing contract Lenses: Unexpected Supervening Events in English, New Zealand, U.S., Japanese, and International Sales Law and Practice. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, Vol. 14, No. 2, p. 385.
256. Obstfeld, M., Taylor, A.M. (2003). Globalization and Capital Markets. NBER Working Paper, No. 8846, 121–188. [Interaktyvus] [žiūrėta 2014, spalio 28]. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/papers/w8846>.
257. Odenius, J. (2008). Germany’s Corporate Governance Reforms: Has the System Become Flexible Enough? IMF Working Paper. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08179.pdf>.
258. OECD Economic Surveys: Portugal (2004). OECD Publishing, Vol. 2004, Iss. 13, p. 180.
259. Ononugbo, M. (2015). The Irish financial system. *Studies in Financial Systems*, No. 17. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, gruodžio 28]. Prieiga per internetą: [http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/TheIrishFinancialSystem\\_FinalStudy17.pdf](http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/TheIrishFinancialSystem_FinalStudy17.pdf).
260. Oplustil, K., Radwan, A. (2010). Comparative View on Company Law in Poland: Between Autonomous Development and Legal Transplants. *Allerhand Institute Working paper 2/2010*.
261. O’Sullivan, M. (2003). The Political Economy of Comparative Corporate Governance. *Review of International Political Economy*, vol. 1, p. 23–72. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, gruodžio 4]. Prieiga per internetą: [https://business.illinois.edu/aguilera/Teaching/ICC/OSullivan\\_RIPE\\_2003.pdf](https://business.illinois.edu/aguilera/Teaching/ICC/OSullivan_RIPE_2003.pdf).
262. Oviatt, B.M. (1988). Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship. *Academy of Management Review*, Vol. 13(78), p. 214–225.
263. Pagano, M. (2004). The European Bond Markets under EMU. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20(4), p. 531–554.
264. Pagano, M., Volpin, P. (2005). Workers, Managers, and Corporate Control. *Journal of Finance*, Vol. 60, p. 841–868.
265. Pagliarussi, M.S., Liberato, G.B. (2009). The influence of culture, legal system, and corporate governance on the strategic and operational content of corporate annual reports. *Fucape Working Papers 14*, Fucape Business School.

266. Pal, K., Mittal, R. (2011). Impact of macroeconomic indicators on Indian capital market. *Journal of Risk Finance*, Vol. 12, Iss. 2, p. 84–97.
267. Paredes, T.A. (2005). Corporate Governance and Economic Development. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 10]. Prieiga per internetą: <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2005/3/v28n1-6.pdf>.
268. Paškevičius, A., Norkaitytė, O. (2011). The Impact of Macroeconomic Indices upon the Liquidity of the Baltic Capital Markets. *Ekonomika*, Nr. 90(4), p. 16–132.
269. Pekarskienė, I., Pridotkienė, J. (2010). Vertybinių popierių rinkos vaidmuo ekonomikoje. *Ekonomika ir vadyba*. Nr. 15, p. 177 – 184.
270. Pekarskienė, I. (2001). Nacionalinė vertybinių popierių birža ir ją veikiantys makroekonominiai veiksniai [National Stock Exchange and its macroeconomic factors]. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, Nr. 17, p. 127–136.
271. Perotti, E., Von Thadden E.L. (2003). Strategic Transparency and informed Trading: Will capital Market integration force Convergence of Corporate governance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, p. 61–86.
272. Pistor, K., Keinan, Y., Kleinheisterkamp, J., West, M.D. (2003). Innovation in Corporate Law. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, p. 676–694. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 10]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=419861>.
273. Podvieszko, V., Podvieszko, A. (2014). Kriterijų reikšmingumo nustatymo metodai. Lietuvos matematikos rinkinys. *Lietuvos matematikų draugijos darbai*, ser. B, t. 55, p. 111–116.
274. Posner, R. (2007). *Economic Analysis of Law*. Aspen Publishers.
275. Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 32, p. 132–142.
276. Rajan, R.G., Zingales, L. (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, p. 5–50.
277. Rajan, R.G., Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, p. 559–586.
278. Rajan, R.G., Zingales, L. (2001). The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms. *The American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, p. 206–211.

279. Rajan, R. G., Zingales, L. (1996). Financial Dependence and Growth. NBER Working Paper No. w5758. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=7872>.
280. Rathinam, F., Raja, A. (2010). Stock market and shareholder protection: are they important for economic growth? *The law and development review*, Vol. 3, Iss. 2, p. 306–325.
281. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (2002). Brussels. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, balandžio 20]. Prieiga per internetą: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).
282. Rehman, S., Perry, F. (2004). The Global Convergence Of Corporate Governance Systems: Is It Really Happening? *Journal of Current Research in Global Business*, Vol. 7, No. 11, pp. 107–122.
283. Reynolds, T.H., Flores, A. (1989). Foreign Law: Current Sources of Basic Legislation in Jurisdictions of the World. Rothman and Co., Littleton and Co.
284. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC). Corporate Governance Country Assessment. Poland (2005). Washington. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, kovo 31]. Prieiga per internetą: [http://www.worldbank.org/ifa/ros\\_cg\\_pol\\_05.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/ros_cg_pol_05.pdf).
285. RiskMetrics Group (2009). Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).
286. Roe, M.J. (2003). Political Determinants of Corporate Governance. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 52, No. 3, pp. 763–770.
287. Rogers, P., Ribeiro, K.C.S., Securato, J.R. (2008). Corporate governance, stock market and economic growth in Brazil. *Journal of Corporate Ownership & Control*, Vol. 6, No. 2.
288. Rösch, C.G., Kaserer, C. (2010). Ownership Concentration, Blockholder Types and Stock Market Liquidity. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1761443>.
289. Rossi, S., Volpin, P.F. (2003). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, p. 277–304.
290. Sautner, Z., Villalonga, B. (2010). Corporate Governance and Internal Capital Markets. Working Paper 10–100, Harvard Business School, Cambridge, MA.

291. Federation of European Securities Exchanges (FESE) (2007). Share ownership structure in Europe. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 1]. Prieiga per internetą: [www.fese.com](http://www.fese.com).
292. Schich, S., Wehinger, G. (2003). Prospects for stock exchanges, OECD: Financial Market Trend, No. 85.
293. Schleifer, A., Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, p.737–783.
294. Schmid, R., Spindler, G. (2002). Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity. Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 27.
295. Schmid, F.A. (1997). Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, No. 67(1), p. 67–83.
296. Schmukler, S.L. (2004). Financial globalization: gain and pain for developing countries. *Economic Review*, Iss. Q2, p. 39–66.
297. Schneider, B.R. (2008). Economic Liberalization and Corporate Governance: The Resilience of Business Groups in Latin America. *Comparative Politics* Vol. 40, No. 4, 379–397.
298. Seward, J.K., Logue, D.E. (1999). Anatomy of a Governance Transformation: The Case of Daimler Benz. *Journal of Law and Contemporary Problems*, Vol. 62, p. 87–112.
299. Siems, M.M. (2007). Shareholder Protection around the World ("Leximetric II"). ESRC Centre for Business Research – Working Papers wp359, ESRC Centre for Business Research.
300. Skoog, G. E. (2005). Supporting the development of institutions – formal and informal rules, Swedish international development cooperation agency, UTV Working Paper No. 3. [interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą: [http://www.google.lt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.sida.se%2Fcontentassets%2F502276753e2c429b9c4e066ae0c16872%2F20053-supporting-the-development-of-institutions---formal-and-informal-rules.-an-evaluation-theme-basic-concepts\\_1886.pdf&ei=UUzvVPetApLvaIKRgZAG&usg=AFQjCNExfv20Vp-8yd\\_u8x4XoGYxhO4iA&bvm=bv.86956481,d.bGQ](http://www.google.lt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.sida.se%2Fcontentassets%2F502276753e2c429b9c4e066ae0c16872%2F20053-supporting-the-development-of-institutions---formal-and-informal-rules.-an-evaluation-theme-basic-concepts_1886.pdf&ei=UUzvVPetApLvaIKRgZAG&usg=AFQjCNExfv20Vp-8yd_u8x4XoGYxhO4iA&bvm=bv.86956481,d.bGQ).
301. Słomka-Gołębiowska, A. (2007). Czy banki wypełniają lukę w nadzorze korporacyjnym? ('Do the banks fill in the gap in Corporate Governance?'). Czasopismo kwartalne całego prawa handlowego, upadłościowego oraz rynku kapitałowego (HUK).

302. Sołtysiński, S. (2004). *Complying with EU Corporate Standards: A Practitioner's View from Poland. Law and Governance in an Enlarged European Union*, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon.
303. Stein, J. (2003). *Agency, Information and Corporate Investment. Handbook Of The Economics Of Finance*. Amsterdam: North Holland.
304. Stiglitz, J.E. (2004). Globalization and growth in emerging markets, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 26, No. 4, p. 465–484.
305. Stiglitz, J. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, Vol. 28, No. 6, p. 1075–1086.
306. Stroiński, R. (2005). Takeovers in Poland – current regulations and towards implementation of the takeover directive. *European Business Law Review*, Vol. 16, Iss. 6, p. 1443–1473.
307. Stulz, R.M. (1999). Globalization, Corporate Finance, And The Cost Of Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12(3), p.8–25.
308. Stulz, R.M., Williamson R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Iss. 3, p. 313–349.
309. Šakalytė, J. (2009). European Stock Exchange Networks: Connections, Structure and Complexity. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, Nr. 3/2.
310. Šlapkauskas, V (2006). Teisinės sistemos disfunkcija – silpnos socialinės politikos požymis. *Socialinis darbas*, Nr. 5(1).
311. Tadesse, S. (2005). *Stock Markets Liquidity, Corporate Governance and Small Firms*. William Davidson Institute Working Papers Series wp883.
312. Tamowicz, P., Dzierżanowski, M. (2002). Ownership and Control of Polish Listed Corporations. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=386822](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=386822).
313. Teiu, C.M., Juravle, D. (2011). A practical approach on making use of case study research in economics. MPRA Paper No. 37204 3/2012. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 2]. Prieiga per internetą: [http://mpa.ub.unimuenchen.de/37204/1/MPRA\\_paper\\_37204.pdf](http://mpa.ub.unimuenchen.de/37204/1/MPRA_paper_37204.pdf).
314. Tellis, W. (1997). Application of a Case Study Methodology. *The Qualitative Report*, Vol. 3, No. 3. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://www.nova.edu/ssss/QR/QR3-3/tellis2.html>.
315. Teubner, G. (1998). Legal Irritants: Good Faith in British Law or How Unifying Law Ends Up in New Divergences. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, gruodžio 4]. Prieiga per internetą: [www.jura.uni-frankfurt.de/42852900/Irritants.pdf](http://www.jura.uni-frankfurt.de/42852900/Irritants.pdf).

316. Thorburn, K.S. (2004). Corporate Governance and Financial Distress. *New Perspectives on Economic Crime*, p. 6–94.
317. Tidikis, R. (2003). Socialinių mokslų tyrimų metodologija. Vilnius: Lietuvos teisės universitetas.
318. Tower Perrins (2000). Worldwide Total Remuneration Survey.
319. Tsui, J., Gul, F.A. (2000). Corporate Governance and Financial Transparencies in the Hong Kong – Special Administrative Region of The People’s. Hong Kong. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1930913.pdf>.
320. Turnbull, S. (1997). Corporate Governance: Its scope, concerns & theories. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 5, No. 4, p. 180–205.
321. Tvaronavičienė, M., Michailova, J. (2006). Factors affecting securities prices: theoretical versus practical approach. *Journal of Business Economics & Management*, Vol. 7, No. 4, p. 213–222.
322. Uemura, H. (2014). Effects of corporate governance reform on the quality of internal controls: Evidence from Japan. Working paper No SDES-2014–4, Kochi University of Technology. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, spalio 26]. Prieiga per internetą: <http://EconPapers.repec.org/RePEc:kch:wpaper:sdes-2014-4>.
323. Van Apeldoorn B., Horn L. (2007). The marketisation of European corporate control: A critical political economy perspective. *New Political Economy*, Vol. 12, Iss. 2, p. 211–235.
324. Vazniokas, P. (2011). Listinguojamų įmonių korporatyvinio valdymo sistemos vertinimas Baltijos šalyse: disertacija. Vytauto Didžiojo universiteto leidykla.
325. Wallace, H. (2001). The changing politics of the European Union: an Overview. *Journal of Common Market Studies*, No. 39:4, p. 581–594.
326. Weisbach, M. (1988). Outside Directors and Ceo. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 431–460.
327. Vitkus, G. (2002). Europos Sąjungos enciklopedinis žinynas (2-asis leidimas). Vilnius: Eugrimas.
328. Witmer, J. (2006). Why do firms cross-(de)list? An examination of the determinants and effects of cross-delisting. Working paper, Queen’s University.
329. Vitols, S., Kluge, N. (2011). The Sustainable Company—A New Approach to Corporate Governance. ETUI.
330. Warsaw Stock Exchange (2007). Annual Report. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 1]. Prieiga per internetą: <http://www.gpw.pl/pub/annual/raport2007/raport2007.pdf>.

331. Wymeersch, E. (2008). Corporate Governance and Financial Stability. Financial Law Institute Working Paper No. WP 2008–11. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1288631>.
332. Wintoki, M.B. (2007). Corporate Boards and Regulation: The Effect of the Sarbanes-Oxley Act and the Exchange Listing Requirements on Firm Value. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, p. 229–250.
333. Wyss, R. (2004). Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: [http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/2899/\\$FILE/dis2899.pdf](http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/2899/$FILE/dis2899.pdf).
334. Wu, S., Xu, N., Yuan, Q. (2009). State Control, Legal Investor Protection, and Ownership Concentration: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, No. 2, p. 176–192.
335. Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1–2), p. 187–214.
336. Wurm, S. (2006). The Development of Austrian Financial Institutions in Central, Eastern and South-Eastern Europe. Comparative European Economic History Studies, working paper series, No. 31. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, gruodžio 28]. Prieiga per internetą: [http://www.fh-vie.ac.at/var/em\\_plain\\_site/storage/original/application/b7a9e9d07c95a22d6d6b04785245c011.pdf](http://www.fh-vie.ac.at/var/em_plain_site/storage/original/application/b7a9e9d07c95a22d6d6b04785245c011.pdf).
337. Xu, s., Liu, D., Huang, J. (2015). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, Vol. 40 No. 2, p. 245–276.
338. Yin, R.K. (2009). Case Study Research. Design and Methods. Sage Publications, Thousand Oaks.
339. Zaidah, Z. (2007). Case study as a research method. *Jurnal Kemanusiaan*, Vol. 9. p. 1–6.
340. Zhang, I. X. (2007). Economic Consequences of the Sarbanes – Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44, Iss. 1–2, p. 74–115.
341. Zweigert, K., Kotz, H. (2001). Lyginamosios teisės įvadas. Vilnius: Eugrimas, 504 p.
342. Žukauskienė, R. (2008). Kokybiniai ir kiekybiniai metodai. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą: <https://www.bookslibrary.org/read-books/160148-kokybiniai-ir-kiekybiniai-tyrimai-rita-zukauskiene.html>.

## TEISĖS AKTŲ SĄRAŠAS:

343. Austria Takeover Act (1998). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: [http://www.univie.ac.at/aicher/dateien/M&A%20Int%202013-2014%20-%20documents/Austrian%20Takeover%20Act\\_englisch.pdf](http://www.univie.ac.at/aicher/dateien/M&A%20Int%202013-2014%20-%20documents/Austrian%20Takeover%20Act_englisch.pdf).
344. Austrijos akcinių bendrovių įstatymas (Aktengesetz) (1965). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: [http://www.jusline.at/Aktiengesetz\\_\(AktG\).html](http://www.jusline.at/Aktiengesetz_(AktG).html).
345. Akcijų biržos įstatymas (Börsegesetz) (1989). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: [www.exaa.at/exaa/framework/exchange\\_law.pdf](http://www.exaa.at/exaa/framework/exchange_law.pdf).
346. Austrijos Įmonių struktūros įstatymas (Betriebsverfassungsrecht) (1974).
347. Austrijos ribotos atsakomybės bendrovių įstatymas (GmbH-Gesetz) (1906). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.lindeverlag.at/titel-1-1/gmbhg-5608/titel/leseprobe/9783707310306.pdf>.
348. Austrian Corporate Governance Code (2005). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: [http://www.wienerborse.at/corporate/pdf/CG%20Codex%202012\\_v5\\_englisch.pdf](http://www.wienerborse.at/corporate/pdf/CG%20Codex%202012_v5_englisch.pdf).
349. Bendrovių valdymo gairės ir principai nelistinguojamoms Baltijos šalių bendrovėms (2012). Baltijos korporatyvinio valdymo institutas. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą: <http://www.corporategovernance.lt/uploads/docs/Corporate%20Governance%20Guidance%20and%20Principles%20for%20Unlisted%20Companies%20in%20the%20Baltics%20LT.pdf>.
350. Code of Best Practice for Warsaw Stock Exchange Listed Companies (2002). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 1]. Prieiga per internetą: [http://www.gpw.pl/WSE\\_corporate\\_governance](http://www.gpw.pl/WSE_corporate_governance).
351. Combined Code on Corporate Governance (2003). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: [http://www.ecgi.org/codes/documents/combined\\_code\\_final.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf).
352. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament „Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward”, 2003 May 21, COM (2003) 284.
353. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions „Action Plan on Building a Capital Markets Union“, 2015 September 30, COM (2015) 468.

354. Companies Act of the United Kingdom (2006). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: [http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga\\_20060046\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf).
355. Corporate Governance Code of Listed Corporations/AFEP–MEDEF (2013). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: <http://www.total.com/sites/default/files/atoms/file/AFEP-MEDEFcode>.
356. German Panel on Corporate Governance (2000). Corporate Governance Rules for Quoted German Companies. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, sausio 28]. Prieiga per internetą: <http://cg.org.cn/theory/zlyz/Germany.pdf>.
357. Europos Parlamento ir Tarybos 2001 m. gegužės 28 d. direktyva 2001/34/EB „Dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos, kuri turi būti skelbiama apie tuos vertybinius popierius“.
358. Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. lapkričio 4 d. direktyva 2003/71/EB „Dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB“.
359. Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva 2004/25/EB „Dėl įmonių perėmimo pasiūlymų“.
360. Europos Komisijos 2004 m. gruodžio 14 d. rekomendacija 2004/913/EB „Dėl atitinkamos bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos“.
361. Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. gruodžio 15 d. direktyva 2004/109/EB „Dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamojoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB“.
362. Europos Komisijos 2005 m. vasario 15 d. rekomendacija 2005/162/EB „Dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių konsultantų arba stebėtojų tarybos narių vaidmens ir dėl (stebėtojų) tarybos komitetų“.
363. Europos Parlamento ir Tarybos 2005 m. spalio 26 d. direktyva 2005/56/EB „Dėl ribotos atsakomybės bendrovių jungimūsi, peržengiančių vienos valstybės ribas“.
364. Europos Parlamento ir Tarybos 2006 m. gegužės 17 d. direktyva 2006/43/EB „Dėl Teisės aktų nustatyto audito metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės audito, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB ir 83/349/EEB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 84/253/EEB“.
365. Europos Parlamento ir Tarybos 2006 m. birželio 14 d. direktyva 2006/46/EB, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB dėl tam tikrų tipų bendrovių metinių

atskaitomybių, 83/349/EEB dėl konsoliduotos atskaitomybės, 86/635/EEB dėl bankų ir kitų finansų įstaigų metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės ir 91/674/EEB dėl draudimo įmonių metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės.

366. Europos Parlamento ir Tarybos 2007 m. liepos 11 d. direktyva 2007/36/EB „Dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamojoje rinkoje“.
367. Europos Komisijos 2009 m. balandžio 30 d. rekomendacija, kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos.
368. Europos ekonominės bendrijos steigimo sutartis (1957).
369. European Commission (2015). Green Paper COM (2015) 63 „Building a Capital Markets Union“.
370. Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 93/22/EEB.
371. Irish Companies Act (1963). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: <http://www.irishstatutebook.ie/1963/en/act/pub/0033/>.
372. Irish Corporate Governance Annex (2010). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: <http://www.ise.ie/Products-Services/Sponsors-and-Advisors/Irish-Corporate-Governance-Annex.pdf>.
373. Irish Association of Investment Managers (“IAIM”) Corporate Governance, Share Option and other Incentive Scheme Guidelines (1999). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: <http://www.ecgi.org/codes/documents/iaim.pdf>.
374. Europos Komisija (2012). Komunikatas (2012/0740) Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir Socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui „Europos bendrovių teisės ir įmonių valdymo veiksmų planas. Šiuolaikinė teisinė sistema didesniai akcininkų aktyvumui ir įmonių tvarumui užtikrinti“. [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?qid=1448633052326&uri=CELEX:52012DC0740>.
375. Lenkijos komercinių bendrijų ir bendrovių kodeksas (Kodeks spółek handlowych) (2000). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: <https://roma.trade.gov.pl>.

376. Lenkijos civilinis kodeksas (Kodeks cywilny) (1964). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/eur/lxwepol.htm>.
377. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (2000).
378. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (2007).
379. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (2000).
380. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (2007).
381. Middelnext Governance Code for Small and Midcaps (2010) [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: <http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140904/12.pdf>.
382. NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas (2006). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, kovo 31]. Prieiga per internetą: [http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/Bendroviu%20valdymo%20kodeksas%20\(galioja%20nuo%202010-01-01\).pdf](http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/Bendroviu%20valdymo%20kodeksas%20(galioja%20nuo%202010-01-01).pdf).
383. Portugalijos komercinių bendrovių įstatymas (Código das Sociedades Comerciais) (2006).
384. Portugalijos civilinis kodeksas (Código Civil) (1966). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.wipo.int/wipolex/en/details.jsp?id=7991>.
385. Portugal CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) Corporate Governance Code (2007). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, vasario 20]. Prieiga per internetą: [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=255](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=255).
386. Portugalijos Vertybinių popierių kodeksas (Código dos Valores Mobiliários) (1999). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <https://www.interbolsa.pt/Portals/0/.../CentralValoresMobiliarios.PT.pdf>.
387. Polish Act on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organised Trading, and Public Companies (2005). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: [https://www.knf.gov.pl/en/Images/nowa\\_ustawa\\_o\\_ofercie\\_en\\_tcm81-4126.pdf](https://www.knf.gov.pl/en/Images/nowa_ustawa_o_ofercie_en_tcm81-4126.pdf).
388. Polish Act on Capital Market Supervision (2005). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: [http://www.knf.gov.pl/en/Images/o\\_nadzorze\\_kapitalowym\\_aktualizacja\\_2009\\_tcm81-27720.pdf](http://www.knf.gov.pl/en/Images/o_nadzorze_kapitalowym_aktualizacja_2009_tcm81-27720.pdf).
389. Polish Act on Trading in Financial Instruments (2005). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą:

- [http://www.knf.gov.pl/en/Images/ustawa\\_o\\_obrocie\\_aktualizacja\\_2011\\_tcm81-26532.pdf](http://www.knf.gov.pl/en/Images/ustawa_o_obrocie_aktualizacja_2011_tcm81-26532.pdf).
390. Prancūzijos civilinis kodeksas (Civil code) (2004). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: [www.legifrance.gouv.fr/content/download/1950/13681/.../Code\\_22.pdf](http://www.legifrance.gouv.fr/content/download/1950/13681/.../Code_22.pdf).
391. Prancūzijos komercinis kodeksas (Code de commerce) (2015). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379>.
392. Prancūzijos monetarinis – finansinis kodeksas (Code monétaire et financier) (2015). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026>.
393. Prancūzijos ekonominės politikos asociacijos – Prancūzijos įmonių judėjimo AFEP–MEDEF kodeksas (2002). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.societegenerale.com/en/about-us/governance/afep-medef>.
394. Tarybos 2001 m. spalio 8 d. reglamentas Nr. 2157/2001 "Dėl Europos bendrovės (SE) statuto“.
395. Tarybos 2001 m. spalio 8 d. direktyva 2001/86/EB, papildanti Europos bendrovės įstatus dėl darbuotojų dalyvavimo priimant sprendimus.
396. Tarybos 2003 m. liepos 22 d. reglamentas Nr. 1435/2003 „Dėl Europos kooperatinės bendrovės (SCE) statuto“.
397. Tarybos 2003 m. liepos 23 d. direktyva 2003/72/EB, papildanti Europos kooperatinės bendrovės statutą dėl darbuotojų dalyvavimo.
398. Takeover Code of the United Kingdom (1985). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, liepos 20]. Prieiga per internetą: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>.
399. United Kingdom Corporate Governance Code (2008). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.slc.co.uk/media/5268/uk-corporate-governance-code-september-2012.pdf>.
400. Vokietijos akcinių bendrovių įstatymas (Aktiengesetz) (1965). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://corporatelawandgovernance.blogspot.lt/2011/12/germany-stock-corporation-act-english.html>.
401. Vokietijos vertybinių popierių įgijimo ir įmonių perėmimo įstatymas (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz) (2001). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015,

gegužės 7]. Prieiga per internetą: [http://www.gesetze-im-internet.de/wp\\_g/BJNR382210001.html](http://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/BJNR382210001.html).

402. Vokietijos kodeterminacijos įstatymas (Mitbestimmungsgesetz) (1976). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, gegužės 7]. Prieiga per internetą: <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/mitbestg/gesamt.pdf>.

403. Vokietijos korporatyvinio valdymo kodeksas (Deutscher Corporate Governance Kodex) (2002). [Interaktyvus] [žiūrėta 2015, lapkričio 27]. Prieiga per internetą: <http://www.dcgk.de/de/kodex.html>.

## ATSTOVAVIMO PROBLEMOS KONTROLĖS MECHANIZMAI

<b>Kontrolės mechanizmas</b>	<b>Reikšmė</b>	<b>Autoriai</b>
<i>Vadovų atleidimo iš pareigų galimybė</i>	Egzistuojanti galimybė vadovams būti atleistiems iš pareigų lemia jų turėtos finansinės gerovės paradimą, taip pat dėl reputacijos suprastėjimo įsidarbinimo galimybių sumažėjimą.	Dewing ir kt. (1953), He (2006), Posner (2007)
<i>Vadovų atlyginimo paskatos</i>	Vadovų atlyginimo nustatymas pagal bendrovės veiklos rezultatus skatina juos tenkinti akcininkų interesus tam, kad padidėtų jų asmeninė gerovė.	Lewellen( 1971), Fama (1980), Posner (2007)
<i>Vadovų veiklos priežiūros mechanizmai</i>	Išorės direktorių, tiesiogiai nedalyvaujančių kasdieninėje bendrovės veikloje, įtraukimas į vadovų priežiūrą, audito atlikimas bendrovėje bei vadovų tarpusavio priežiūros mechanizmų įtvirtinimas sudaro prielaidas sumažinti akcininkų gerovės eksproprijavimo galimybes.	Fama (1980), Morck ir kt. (1988), Oviatt (1988), Weisbach (1988), Fama ir Jensen (1983), Posner (2007)
<i>Vadovų ir akcininkų interesų suvienodinimas</i>	Didesnės bendrovės akcijų dalies priklausymas vadovams lemia bendrovės nuosavybės ir kontrolės atskyrimo mažėjimą, o kartu nyksta ir prielaidos atstovavimo problemai kilti.	Williamson (1983), Oviatt (1988), Tsui ir Gul (2000), He (2006)
<i>Išorinė rinkos dalyvių priežiūra</i>	Finansų analitikai, instituciniai investuotojai ir pan. atlieka išorinę bendrovės priežiūrą.	Moyer ir Sisneros (1989), Allen ir Gale (2000), He (2006)
<i>Išoriniai rinkos mechanizmai</i>	Akcijų kainos rinkoje mažėjimo ir bendrovės perėmimo galimybės grėsmė skatina vadovus gerinti bendrovės veiklos rezultatus.	Oviatt (1988), Hart (1993), Morel (2006), He (2006)
<i>Bendrovės kapitalo struktūra</i>	Bendrovės įsipareigojimų dalies didėjimas, verčiantis bendrovę finansavimo kreiptis į kapitalo rinkas, disciplinuoja jos vadovus. Be to, tai gali sumažinti vadovų siekius elgtis rizikingai.	Oviatt (1988), Posner (2007)
<i>Bendrovės nuosavybės struktūra</i>	Koncentruotos akcijų savininkų grupės turi didesnes galimybes prižiūrėti ir kontroliuoti bendrovės vadovų elgesį.	Shleifer ir Vishny (1997), Claessens (2003)
<i>Vadovų vertybės ir etika</i>	Korporatyvinio valdymo bendrovėje dvasia yra svarbiau negu forma.	Oviatt (1988), Kumar (2007)

Šaltinis: sudaryta autorės

## EUROPOS SAJUNGOS INSTITUCIJŲ PRIIMTI TEISĖS AKTAI KORPORATYVINIO VALDYMO SRITYJE

1. Europos Parlamento ir Tarybos 2001 m. gegužės 28 d. direktyva 2001/34/EB „Dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos, kuri turi būti skelbiama apie tuos vertybinius popierius“ („**Įtraukimo į sąrašą**“ direktyva).
2. Tarybos 2001 m. spalio 8 d. reglamentas Nr. 2157/2001 "Dėl Europos bendrovės (SE) statuto“ („**SE statutas**“).
3. Tarybos 2001 m. spalio 8 d. direktyva 2001/86/EB, papildanti Europos bendrovės įstatus dėl darbuotojų dalyvavimo priimant sprendimus („**Darbuotojų dalyvavimo SE**“ direktyva).
4. Tarybos 2003 m. liepos 22 d. reglamentas Nr. 1435/2003 „Dėl Europos kooperatinės bendrovės (SCE) statuto“ („**SCE statutas**“).
5. Tarybos 2003 m. liepos 23 d. direktyva 2003/72/EB, papildanti Europos kooperatinės bendrovės statutą dėl darbuotojų dalyvavimo („**Darbuotojų dalyvavimo SCE**“ direktyva).
6. Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. lapkričio 4 d. direktyva 2003/71/EB „Dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB“ („**Prospektų**“ direktyva).
7. Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva 2004/25/EB „Dėl įmonių perėmimo pasiūlymų“ („**Įmonių perėmimo**“ direktyva).
8. Europos Komisijos 2004 m. gruodžio 14 d. rekomendacija 2004/913/EB „Dėl atitinkamos bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos“ („**Atlyginimų**“ rekomendacija).
9. Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. gruodžio 15 d. direktyva 2004/109/EB „Dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamojoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB“ („**Skaidrumo**“ direktyva).

10. Europos Komisijos 2005 m. vasario 15 d. rekomendacija 2005/162/EB „Dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių konsultantų arba stebėtojų tarybos narių vaidmens ir dėl (stebėtojų) tarybos komitetų“ („**Nepriklausomų narių**“ rekomendacija).
11. Europos Parlamento ir Tarybos 2005 m. spalio 26 d. direktyva 2005/56/EB „Dėl ribotos atsakomybės bendrovių jungimūsi, peržengiančių vienos valstybės ribas“ („**Tarpvalstybinių jungimūsi**“ direktyva).
12. Europos Parlamento ir Tarybos 2006 m. gegužės 17 d. direktyva 2006/43/EB „Dėl Teisės aktų nustatyto audito metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės audito, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB ir 83/349/EEB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 84/253/EEB“ („**Audito**“ direktyva).
13. Europos Parlamento ir Tarybos 2006 m. birželio 14 d. direktyva 2006/46/EB, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB dėl tam tikrų tipų bendrovių metinių atskaitomybių, 83/349/EEB dėl konsoliduotos atskaitomybės, 86/635/EEB dėl bankų ir kitų finansų įstaigų metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės ir 91/674/EEB dėl draudimo įmonių metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės („**4 ir 7 direktyvų pakeitimo**“ direktyva).
14. Europos Parlamento ir Tarybos 2007 m. liepos 11 d. direktyva 2007/36/EB „Dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamojoje rinkoje“ („**Akcininkų teisių**“ direktyva).
15. Europos Komisijos 2009 m. balandžio 30 d. rekomendacija, kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos („**Atlyginimų**“ ir „**Nepriklausomų narių**“ pakeitimo rekomendacija).

**EUROPOS SĄJUNGOS VALSTYBIŲ NARIŲ KAPITALO RINKŲ KAPITALIZACIJA  
2004 M.**

<b>Nr.</b>	<b>Valstybė narė</b>	<b>Rinkos kapitalizacija</b> <i>(metų pabaigos duomenys, mlrd. eurų)</i>
1.	Jungtinė Karalystė	2 071 775
2.	Prancūzija	1 147 040
3.	Vokietija	849 717
4.	Ispanija	692 053
5.	Italija	580 881
6.	Nyderlandai	538 660
7.	Švedija	277 992
8.	Belgija	273 250
9.	Suomija	135 196
10.	Danija	111 349
11.	Graikija	92 140
12.	Airija	83 933
13.	Austrija	64 577
14.	Lenkija	51 888
15.	Portugalija	51 680
16.	Liuksemburgas	36 891
17.	Čekija	21 720
18.	Vengrija	21 039
19.	Slovėnija	7 115
20.	Lietuva	4 755
21.	Estija	4 414
22.	Kipras	3 588
23.	Slovakija	3 239
24.	Malta	2 089
25.	Latvija	1 655

Duomenų šaltiniai: FESE, „Nasdaq Baltic“.

**BENDROVIŲ, KURIŲ VERTYBINIAIS POPIERIAIS PREKIAUJAMA VIEŠAI, DALIS  
EUROPOS SĄJUNGOS VALSTYBĖSE NARĖSE**

Valstybė narė	Bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama viešai, dalis (%)		
	2004	2007	2010
Airija	8,4	8,7	9,1
Jungtinė Karalystė	8,1	8,9	9,1
Lenkija	0,1	0,2	0,3
Lietuva	2,9	3,0	3,0
Prancūzija	0,1	0,1	0,2
Vokietija	2,5	2,0	2,2

Duomenų šaltinis: Eurostat

## JUNGTINĖS KARALYSTĖS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	INSTITUCINĖ APLINKA	Teisės tradicija	Anglosaksų		
		Finansų sistema	Orientuota į rinką		
<b>II.</b>	KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMIAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SĄJUNGOS REGULIAVIMO	Korporatyvinio valdymo požymiai	Aprašymas	Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo	Pokyčių įvertinimas balais
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Stipri	Nekinta	0
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Aukšti reikalavimai	Nekinta	0
		<i>Valdymo struktūra</i>	Vienpakopė	Atsiranda galimybė taikyti dviapakopę valdymo struktūrą Europos bendrovėse (SE)	1
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyje</i>	Nebūdinga	Atsiranda reikalavimas tam tikrais atvejais įtraukti darbuotojus į bendrovės valdymą Europos bendrovėse (SE)	1
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimas grindžiamas bendrovės akcijų rinkos verte; paprastai aukštesni negu kontinentinio modelio šalyse	Nekinta	0
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Aktyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Nekinta	0
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga negriežtoji teisė	Nekinta	0

III.	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMAS	Kapitalo rinkos rodikliai	Augimo stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	Nuosmukio stadija (metinių pokyčių vidurkis %)
		<i>Rinkos kapitalizacija (CAP)</i>	18,08	-27,19
		<i>Apyvarta (TRN)</i>	34,90	-34,08
		<i>Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius (LIST)</i>	8,28	-7,20
		<i>Akcijų pirminių viešų siūlymų skaičius (IPO)</i>	33,33	-33,29
		<i>Susijungimo ir įsigijimo atvejų reguliuojamojoje rinkoje skaičius (M&amp;A)</i>	17,14	-26,10
		<p style="text-align: center;"><b>Kapitalo rinkos funkcionavimas</b></p> <p style="text-align: right;"> <span style="color: blue;">—</span> CAP  <span style="color: magenta;">—</span> TRN  <span style="color: yellow;">—</span> LIST  <span style="color: cyan;">—</span> IPO  <span style="color: purple;">—</span> M&amp;A         </p> <p style="text-align: center;">2004    2005    2006    2007    2008    2009    2010    2011</p>		

## AIRIJOS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	INSTITUCINĖ APLINKA	Teisės tradicija	Anglosaksų		
		Finansų sistema	Tarpinė tarp orientuotos į bankus ir orientuotos į rinką		
<b>II.</b>	KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMIAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SĄJUNGOS REGULIAVIMO	Korporatyvinio valdymo požymiai	Aprašymas	Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo	Pokyčių įvertinimas balais
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Stipri	Stiprėja	1
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Aukšti reikalavimai	Labai stiprėja	2
		<i>Valdymo struktūra</i>	Vienpakopė	Atsiranda galimybė taikyti dvipakopę valdymo struktūrą Europos bendrovėse (SE)	1
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme</i>	Nebūdinga	Atsiranda reikalavimas tam tikrais atvejais įtraukti darbuotojus į bendrovės valdymą Europos bendrovėse (SE)	1
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimas grindžiamas bendrovės akcijų rinkos verte	Skatinamas bendrovės ilgalaikės vertės kūrimas	1
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Aktyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Nekinta	0
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga negriežtoji teisė	Nekinta	0

III.	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMAS	Kapitalo rinkos rodikliai	Augimo stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	Nuosmukio stadija (metinių pokyčių vidurkis %)
		<i>Rinkos kapitalizacija (CAP)</i>	21,63	-42,21
		<i>Apyvarta (TRN)</i>	40,71	-5,40
		<i>Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius (LIST)</i>	4,27	-33,06
<p style="text-align: center;"><b>Kapitalo rinkos funkcionavimas</b></p> <p>The chart displays the annual percentage change for three indicators: CAP (blue line), TRN (magenta line), and LIST (yellow line) from 2004 to 2011. CAP starts at 21.63% in 2004, peaks at approximately 25% in 2006, drops to -42.21% in 2008, and recovers to about 15% by 2011. TRN starts at 40.71% in 2004, peaks at approximately 45% in 2007, and declines to -5.40% by 2011. LIST starts at 4.27% in 2004, peaks at approximately 5% in 2007, and declines to -33.06% by 2011.</p>				

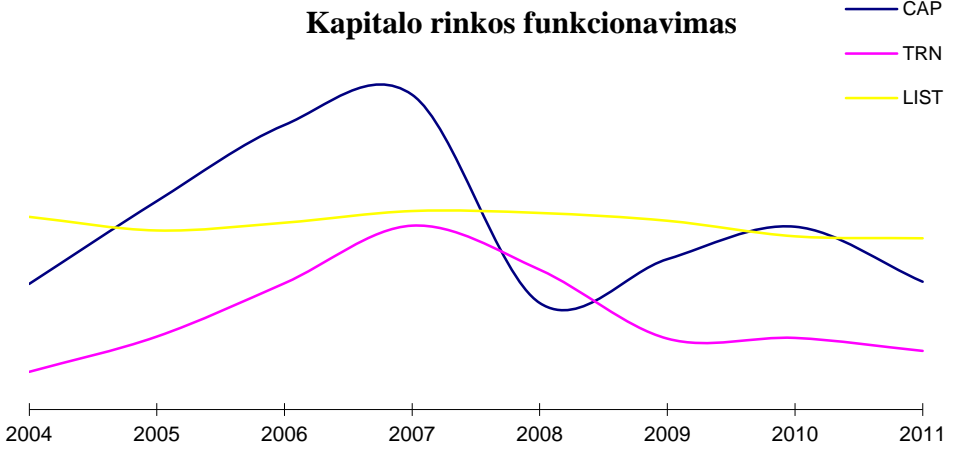
## VOKIETIJOS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	INSTITUCINĖ APLINKA	Teisės tradicija	Civilinės teisės		
		Finansų sistema	Orientuota į bankus		
<b>II.</b>	KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SĄJUNGOS REGULIAVIMO	Korporatyvinio valdymo požymiai	Aprašymas	Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo	Pokyčių įvertinimas balais
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Silpna	Stiprėja	1
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Nepakankamai aukšti	Labai stiprėja	2
		<i>Valdymo struktūra</i>	Dvipakopė	Atsiranda galimybė taikyti vienpakopę valdymo struktūrą Europos bendrovėse (SE)	1
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme</i>	Būdinga	Nekinta	0
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimu siekiama skatinti bendrovės ilgalaikės vertės kūrimą	Skatinama	1
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Pasyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Stiprinamos	1
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga griežtoji teisė	Dažnėja negrįžtosios teisės taikymas	2

III.	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMAS	Kapitalo rinkos rodikliai	Augimo stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	Nuosmukio stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	
			<i>Rinkos kapitalizacija (CAP)</i>	17,90	-44,65
			<i>Apyvarta (TRN)</i>	39,86	-30,41
			<i>Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius (LIST)</i>	5,14	-3,13
			<i>Akcijų pirminių viešų siūlymų skaičius (IPO)</i>	294,17	-60,17
			<i>Susijungimo ir įsigijimo atvejų reguliuojamojoje rinkoje skaičius (M&amp;A)</i>	18,79	-17,73
			<p style="text-align: center;"><b>Kapitalo rinkos funkcionavimas</b></p> <p style="text-align: right;"> <span style="color: blue;">—</span> CAP  <span style="color: magenta;">—</span> TRN  <span style="color: yellow;">—</span> LIST  <span style="color: cyan;">—</span> IPO  <span style="color: purple;">—</span> M&amp;A         </p>		

## AUSTRIJOS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	INSTITUCINĖ APLINKA	Teisės tradicija	Civilinės teisės		
		Finansų sistema	Orientuota į bankus		
<b>II.</b>	KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMIAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SĄJUNGOS REGULIAVIMO	Korporatyvinio valdymo požymiai	Aprašymas	Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo	Pokyčių įvertinimas balais
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Silpna	Labai stiprėja	2
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Nepakankamai aukšti	Labai stiprėja	2
		<i>Valdymo struktūra</i>	Dvipakopė	Atsiranda galimybė taikyti vienpakopę valdymo struktūrą Europos bendrovėse (SE)	1
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme</i>	Būdinga	Nekinta	0
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimu siekiama skatinti bendrovės ilgalaikės vertės kūrimą	Nekinta	0
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Pasyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Stiprinamos	1
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga griežtoji teisė	Dažnėja negrįžtosios teisės taikymas	2

III.	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMAS	Kapitalo rinkos rodikliai	Augimo stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	Nuosmukio stadija (metinių pokyčių vidurkis %)
		<i>Rinkos kapitalizacija (CAP)</i>	37,66	-66,15
		<i>Apyvarta (TRN)</i>	70,65	-36,61
		<i>Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius (LIST)</i>	1,18	-3,58
<p style="text-align: center;"><b>Kapitalo rinkos funkcionavimas</b></p>  <p>The chart displays the annual percentage change for three indicators: CAP (blue line), TRN (magenta line), and LIST (yellow line) from 2004 to 2011. CAP starts at approximately 15% in 2004, peaks at 37.66% in 2007, and ends at -66.15% in 2011. TRN starts at approximately 5% in 2004, peaks at 70.65% in 2007, and ends at -36.61% in 2011. LIST starts at approximately 15% in 2004, peaks at 1.18% in 2007, and ends at -3.58% in 2011.</p>				

## PRANCŪZIJOS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	INSTITUCINĖ APLINKA	Teisės tradicija	Civilinės teisės		
		Finansų sistema	Orientuota į bankus		
<b>II.</b>	KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMIAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SĄJUNGOS REGULIAVIMO	Korporatyvinio valdymo požymiai	Aprašymas	Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo	Pokyčių įvertinimas balais
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Silpna	Stiprėja	1
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Aukšti	Labai stiprėja	2
		<i>Valdymo struktūra</i>	Pasirinktinai: vienpakopė arba dviapakopė	Nekinta	0
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme</i>	Būdinga	Nekinta	1
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimas paprastai orientuotas į veiklos rezultatus	Skatinama siekti bendrovės ilgalaikės vertės kūrimo	2
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Pasyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Stiprinamos	1
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga griežtoji teisė, nors yra taikomos ir negrįžtosios teisės priemonės	Dažnėja negrįžtosios teisės taikymas	2

III.	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMAS	Kapitalo rinkos rodikliai	Augimo stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	Nuosmukio stadija (metinių pokyčių vidurkis %)
<i>Rinkos kapitalizacija (CAP)</i>		17,90	-44,65	
<i>Apyvarta (TRN)</i>		39,86	-30,41	
<i>Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius (LIST)</i>		5,14	-3,13	
<i>Akcijų pirminių viešų siūlymų skaičius (IPO)</i>		294,17	-60,17	
<i>Susijungimo ir įsigijimo atvejų reguliuojamojoje rinkoje skaičius (M&amp;A)</i>		18,79	-17,73	
<p style="text-align: center;"><b>Kapitalo rinkos funkcionavimas</b></p> <p style="text-align: right;"> <span style="color: blue;">—</span> CAP  <span style="color: magenta;">—</span> TRN  <span style="color: yellow;">—</span> LIST  <span style="color: cyan;">—</span> IPO  <span style="color: purple;">—</span> M&amp;A         </p> <p style="text-align: center;">2004    2005    2006    2007    2008    2009    2010    2011</p>				

## PORTUGALIJS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	<b>INSTITUCINĖ APLINKA</b>	<b>Teisės tradicija</b>	Civilinės teisės		
		<b>Finansų sistema</b>	Orientuota į bankus		
<b>II.</b>	<b>KORPORATYVINO VALDYMO POŽYMIAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SAJUNGOS REGULIAVIMO</b>	<b>Korporatyvinio valdymo požymiai</b>	<b>Aprašymas</b>	<b>Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo</b>	<b>Pokyčių įvertinimas balais</b>
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Silpna	Labai stiprėja	2
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Aukšti	Labai stiprėja	2
		<i>Valdymo struktūra</i>	Trijų modelių, gali būti pasirinktinai: vienvakopė arba dvipakopė	Tampa lankstesnė dėl Europos bendrovės SE reglamente įtvirtintos valdymo struktūros pasirinkimo galimybės	1
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme</i>	Būdinga retais atvejais	Reikšmingai nekinta	1
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimas paprastai orientuotas į veiklos rezultatus	Skatinama siekti bendrovės ilgalaikės vertės kūrimo	1
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Pasyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Labai stiprinamos	2
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga griežtoji teisė, nors yra taikomos ir negriežtosios teisės priemonės	Dažnėja negriežtosios teisės taikymas	1

III.	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMAS	Kapitalo rinkos rodikliai	Augimo stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	Nuosmukio stadija (metinių pokyčių vidurkis %)
		<i>Rinkos kapitalizacija (CAP)</i>	21,17	-45,35
		<i>Apyvarta (TRN)</i>	56,48	-43,35
		<i>Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius (LIST)</i>	-1,38	-2,08
<p style="text-align: center;"><b>Kapitalo rinkos funkcionavimas</b></p> <p style="text-align: right;"> <span style="color: blue;">—</span> CAP  <span style="color: magenta;">—</span> TRN  <span style="color: yellow;">—</span> LIST </p> <p style="text-align: center;">2004    2005    2006    2007    2008    2009    2010    2011</p>				

## LENKIJOS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	INSTITUCINĖ APLINKA	Teisės tradicija	Civilinės teisės		
		Finansų sistema	Orientuota į bankus		
<b>II.</b>	KORPORATYVINIO VALDYMO POŽYMIAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SAJUNGOS REGULIAVIMO	Korporatyvinio valdymo požymiai	Aprašymas	Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo	Pokyčių įvertinimas balais
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Silpna	Labai stiprėja	2
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Neaukšti	Labai stiprėja	2
		<i>Valdymo struktūra</i>	Dvipakopė	Tampa lankstesnė dėl Europos bendrovės SE reglamente įtvirtintos valdymo struktūros pasirinkimo galimybės	1
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyje</i>	Būdinga tik tam tikrais atvejais	Reikšmingai nekinta	1
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimas paprastai orientuotas į veiklos rezultatus	Skatinama siekti bendrovės ilgalaikės vertės kūrimo	1
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Pasyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Stiprinamos	1
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga griežtoji teisė	Dažnėja negriežtosios teisės taikymas	1



## LIETUVOS ATVEJO ATASKAITA

<b>I.</b>	<b>INSTITUCINĖ APLINKA</b>	<b>Teisės tradicija</b>	Civilinės teisės		
		<b>Finansų sistema</b>	Orientuota į bankus		
<b>II.</b>	<b>KORPORATYVINIO VALDYMO POŽYMIAI IR JŲ KAITA DĖL EUROPOS SAJUNGOS REGULIAVIMO</b>	<b>Korporatyvinio valdymo požymiai</b>	<b>Aprašymas</b>	<b>Pokyčiai dėl Europos Sąjungos reguliavimo</b>	<b>Pokyčių įvertinimas balais</b>
		<i>Akcininkų apsauga</i>	Silpna	Stiprėja	1
		<i>Skaidrumas ir atskaitomybė</i>	Neaukšti	Labai stiprėja	2
		<i>Valdymo struktūra</i>	Dvipakopė, galima iš dalies viapakopė	Atsiranda galimybė taikyti viapakopę valdymo struktūrą Europos bendrovėse (SE)	2
		<i>Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme</i>	Nebūdinga	Atsiranda reikalavimas tam tikrais atvejais įtraukti darbuotojus į bendrovės valdymą Europos bendrovėse (SE)	1
		<i>Vadovų atlyginimo tikslai</i>	Vadovų atlyginimas paprastai orientuotas į veiklos rezultatus	Skatinama siekti bendrovės ilgalaikės vertės kūrimo	1
		<i>Prielaidos bendrovių kontrolės perėmimui</i>	Pasyvi rinka bendrovių kontrolės perėmimui	Stiprinamos	1
		<i>Korporatyvinio valdymo reguliavimo pobūdis</i>	Būdinga griežtoji teisė	Dažnėja negriežtosios teisės taikymas	2

III.	KAPITALO RINKOS FUNKCIONAVIMAS	Kapitalo rinkos rodikliai	Augimo stadija (metinių pokyčių vidurkis %)	Nuosmukio stadija (metinių pokyčių vidurkis %)																																				
			<i>Rinkos kapitalizacija (CAP)</i>	15,68	-33,08																																			
			<i>Apyvarta (TRN)</i>	131,60	-48,58																																			
			<i>Vietinių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, skaičius (LIST)</i>	2,33	-3,85																																			
		<p style="text-align: center;"><b>Kapitalo rinkos funkcionavimas</b></p> <p>Legend: CAP (blue line), TRN (magenta line), LIST (yellow line)</p> <table border="1"> <caption>Data for Capital Market Performance (2004-2011)</caption> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>CAP (%)</th> <th>TRN (%)</th> <th>LIST (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2004</td><td>~15</td><td>~1</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2005</td><td>~18</td><td>~1</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2006</td><td>~22</td><td>~1</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2007</td><td>~25</td><td>~1</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2008</td><td>~-15</td><td>~1</td><td>~15</td></tr> <tr><td>2009</td><td>~-10</td><td>~1</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2010</td><td>~-12</td><td>~1</td><td>~10</td></tr> <tr><td>2011</td><td>~-15</td><td>~1</td><td>~10</td></tr> </tbody> </table>			Year	CAP (%)	TRN (%)	LIST (%)	2004	~15	~1	~15	2005	~18	~1	~10	2006	~22	~1	~10	2007	~25	~1	~10	2008	~-15	~1	~15	2009	~-10	~1	~10	2010	~-12	~1	~10	2011	~-15	~1	~10
Year	CAP (%)	TRN (%)	LIST (%)																																					
2004	~15	~1	~15																																					
2005	~18	~1	~10																																					
2006	~22	~1	~10																																					
2007	~25	~1	~10																																					
2008	~-15	~1	~15																																					
2009	~-10	~1	~10																																					
2010	~-12	~1	~10																																					
2011	~-15	~1	~10																																					

**KORPORATYVINĮ VALDYMĄ APIBŪDINANČIŲ CHARAKTERISTIKŲ  
ĮVERTINIMAS VALSTYBĖSE NARĖSE  
2005 METAIS**

ŠALIS	Informacijos atskleidimo masto indeksas (0–10)	Akcininkų teisės kreiptis į teismą lengvumo indeksas (0–10)	Smulkiųjų investuotojų apsaugos stiprumo indeksas (0–10)
<b>ANGLOSAKSŲ</b>			
Jungtinė Karalystė	10	7	8
Airija	10	9	8.3
<b>GERMANŲ</b>			
Vokietija	5	5	5
Austrija	5	5	5
<b>ROMANŲ</b>			
Prancūzija	9	5	5.7
Portugalija	6	7	6
<b>POSTSOCIALISTINĖ</b>			
Lenkija	7	8	5.7
Lietuva	5	6	5

Šaltinis: Sudaryta autorės pagal Pasaulio banko ataskaitą „Doing business 2006“. Pateikiami 2005 metų duomenys. 2004 metais šie duomenys nebuvo kaupiami.

## QUESTIONNAIRE

On behalf of **the Faculty of Economics and Management of Vytautas Magnus University (Lithuania)** we thank you for your consent to contribute to the research of the European Union corporate governance regulation impact on the capital markets. The aim of this research is to assess how the common corporate governance rules adopted at the European Union level that Member states transpose to national law influence their capital markets performance. Your competent opinion and expertise will be a significant contribution to this research.

The completion of this questionnaire will take no more than **10 – 15 minutes**.

The regulation of the corporate governance at the European Union level in this research involves the legal acts adopted by the institution of the European Union in the field of information disclosure about the issuers when their securities are traded on the regulated market, remuneration of directors and the role of non-executive and supervisory directors, shareholders rights, annual accounts and audit, takeovers, board system and employees involvement.

The research covers the period of 2004 – 2011.

**1. Member State of the European Union you represent** (*please write the name of your country*)

\_\_\_\_\_.

**2. Institution you represent** (*please write the name of the institution*)

\_\_\_\_\_.

**3. Your educational background** (*law, finance, etc.*)

\_\_\_\_\_.

**4. Your experience in the field of corporate governance** (*please write in years*)

\_\_\_\_\_.

**5. In your opinion, how country's capital market indicators presented in the table below does the corporate governance influence** (0 – no influence, 5 – strong influence)?

Capital market indicators	0	1	2	3	4	5
---------------------------	---	---	---	---	---	---

1. Market capitalization

2. Turnover

3. The number of the listed companies in the regulated market

4. The number of the initial public offerings

5. The number of mergers and acquisitions in the regulated market

*If you would like to comment your answer please write here:*

---

---

---

---

**6. In your opinion, what was the impact of the corporate governance regulation at the European Union level on these below-mentioned fields in your country?**

<b>Fields of possible impact</b>	<b>No influence</b>	<b>Little increase</b>	<b>Considerable increase</b>
1. Protection of shareholders rights			
2. Transparency and accountability of the companies			
3. Employees involvement in the governance of the companies			
4. Preconditions for the functioning of market for corporate control			
5. “Soft” law appliance in corporate governance regulation			
6. Directors’ remuneration practice promoting company’s long term sustainability			
7. Changes in board structure towards one-tier board structure			
8. Changes in board structure towards two-tier board structure			

*If you would like to comment your answer please write here:*

---

---

---

---

**7. In your opinion, how does the impact of the European Union regulation on corporate governance differ for the Anglo-Saxon and Continental legal tradition countries' capital markets performance?**

- No difference
- European Union regulation on corporate governance has more positive effect on the Continental legal tradition countries' capital markets performance than on Anglo-Saxon legal tradition countries' capital markets performance.
- European Union regulation on corporate governance has more positive effect on the Anglo-Saxon legal tradition countries' capital markets performance than on Continental legal tradition countries' capital markets performance.

*If you would like to comment your answer please write here:*

---

---

---

---

**8. In your opinion, how does the impact of the European Union regulation on corporate governance differ for large and small capital markets performance?**

- No difference
- European Union regulation on corporate governance has more positive effect on large capital markets performance than on small capital markets performance.
- European Union regulation on corporate governance has more positive effect on small capital markets performance than on large capital markets performance.

*If you would like to comment your answer please write here:*

---

---

---

---

**9. If you would like to express your opinion on other aspects of the impact of the European Union regulation on corporate governance on the Member states national regulation and practice of the corporate governance, as well as how it influences the performance of capital markets, please write here:**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**We appreciate your contribution and time you have spent for the completion of this questionnaire.**

If you have any questions, please do not hesitate to contact the PhD student of the Faculty of Economics and Management of Vytautas Magnus University (Lithuania)  
Siuzana Ščerbina-Dalibagienė by e-mail [s.scerbina@evf.vdu.lt](mailto:s.scerbina@evf.vdu.lt)

**List of the European Union legal acts (with amendments):**

1. **Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities („Admission“ directive).**
2. **Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company (SE).**
3. **Council Directive 2001/86/EC of 8 October 2001 supplementing the Statute for a European company with regard to the involvement of employees („Employees involvement SE” directive).**
4. **Council Regulation (EC) No 1435/2003 of 22 July 2003 on the Statute for a European Cooperative Society (SCE).**
5. **Council Directive 2003/72/EC of 22 July 2003 supplementing the Statute for a European Cooperative Society with regard to the involvement of employees („Employees involvement SCE” directive).**
6. **Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC („Prospectus“ directive).**
7. **Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (“Takeover” directive).**

8. **Commission 2004/913/EC Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (Recommendation on “Remuneration”).**
9. **Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC (“Transparency” directive).**
10. **Commission 2005/162/EC Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (Recommendation on “Non-executive directors”).**
11. **Directive 2005/56/EC of the European Parliament and of the Council of 26 October 2005 on cross-border mergers of limited liability companies (“Cross-border mergers” directive).**
12. **Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC (“Audit” directive).**
13. **Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings (amendments of the 4<sup>th</sup> and the 7<sup>th</sup> company law directives).**
14. **Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies (“Shareholder rights” directive).**

## EKSPERTŲ ATSAKYMŲ Į KLAUSIMYNĄ SUVESTINĖ\*

Šalis	Eksperto patirtis metais	5 klausimas: Kaip korporatyvinis valdymas įtakoja šiuos kapitalo rinkos rodiklius?					6 klausimas: Kaip korporatyvinio valdymo reguliavimas Europos Sąjungos lygmeniu įtakojo šias sritis Jūsų šalyje?							7 klausimas: kaip skyrėsi korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikis anglosaksų ir civilinės teisės tradicijų šalių kapitalo rinkoms?			8 klausimas: kaip skyrėsi korporatyvinio valdymo reguliavimo Europos Sąjungoje poveikis didelių ir mažų kapitalo rinkų funkcionavimui?		
		Rinkos kapitalizacija	Apyvarta	Listinguojamų bendrovių skaičius	Pirminių viešų akcijų siūlymų skaičius	Susijungimo ir įsigijimo atvejų skaičius	Akcininkų teisių apsauga	Skaidrumas ir atskaitomybė	Darbuotojų dalyvavimas bendrovių valdyme	Prielaidos bendrovių kontrolės įperimimui	Negriežtosios teisės taikymas reguliavime	Vadovų atlyginimo tikslai	Vienpakopė bendrovių valdymo struktūra	Dvipakopė bendrovių valdymo struktūra	Jokio skirtumo	Didesnis teigiamas poveikis anglosaksų šalims	Didesnis teigiamas poveikis civilinės teisės šalims	Jokio skirtumo	Didesnis teigiamas poveikis didelėms kapitalo rinkoms
UK	18	4	3	4	2	5	Jokios įtakos	Jokios įtakos	Jokios įtakos	Jokios įtakos	Jokios įtakos	Jokios įtakos	Jokios įtakos			X			X
Komentarai							The UK market already had a highly-evolved system of corporate governance, with concepts like shareholder rights, „comply or explain“, „say on pay“ and a fair market for corporate control (UK Takeover Panel) already embedded. EU governance regulation has borrowed largely from UK concepts, rather than the other way around.							EU regulation has eliminated formerly widespread practices such as poor disclosure, voting right limits and voting right distortions (eg Spain) and promoted concepts such as „say			Most large cap companies already had an international shareholder base, and had been required by them to exhibit higher standards of corporate governance and accountability to their shareholders. This was		



		7 & 8. Ireland has always had a One Tier Board Structure and this remains the situation.																	
FR	10	5	4	5	5	4	Nežymiai padidėjo	Žymiai padidėjo	Nežymiai padidėjo	Nežymiai padidėjo	Žymiai padidėjo	Žymiai padidėjo	Jokios įtakos	Jokios įtakos	X			X	
Komentarai															Small and mid caps are often controlled companies _with a Shareholders base less sensitive to corporate governance issues.				
		Investors are more confident in markets where they know the corporate governance rules are requiring and correctly complied with by listed companies.																	
PT	30	3	3	3	4	4	Žymiai padidėjo	Žymiai padidėjo	Nežymiai padidėjo	Žymiai padidėjo	Nežymiai padidėjo	Nežymiai padidėjo	Nežymiai padidėjo	Žymiai padidėjo			X		X
Komentarai																			
DE	20	3	3	2	2	3	Nežymiai padidėjo	Žymiai padidėjo	Jokios įtakos	Nežymiai padidėjo	Žymiai padidėjo	Nežymiai padidėjo	Jokios įtakos	Jokios įtakos			X	X	
Komentarai		I am not really sure what you mean by „corporate governance“ in this respect. I do not think that the national system of the interaction of the organs within in the company („corporate governance“ in a narrow sense of the word) has a strong influence on capital markets. Some legal rules, however, which are mentioned in the appendix (in particular those on market transparency) are far more important. To the contrary, some of the rules mentioned in the list may even be an obstacle for					I have the impression that the board structure (one-tier or two-tier) is linked to the national legal systems and not very much influenced by European rules. As to other issues I assume that there is an impact (such as protection of shareholder rights, transparency and accountability). But it is not always a matter of increase. Pre-existing national rules may have offered the same level of protection. The major impact of European rules means that these rules are now harmonized in Europe.												



---

Siuzana ŠČERBINA-DALIBAGIENĖ

**KORPORATYVINIO VALDYMO REGULIAVIMO  
POVEIKIO KAPITALO RINKOMS VERTINIMAS  
EUROPOS SĄJUNGOJE**

Daktaro disertacija

Išleido ir spausdino Vytauto Didžiojo universiteto bibliotekos Leidybos skyrius  
(S. Daukanto g. 27, LT-44249 Kaunas)  
Užsakymo Nr. K16-001. Tiražas 15 egz. 2016 01 12.  
Nemokamai.