

УДК 338

*Н.А. Супрун,  
к.е.н., доцент*

*ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»*

## ІНСТИТУЦІЙНІ ДЕТЕРМІНАНТИ СТАНОВЛЕННЯ ВІТЧИЗНЯНОЇ МОДЕЛІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

*Стаття присвячена дослідженню ролі основних передумов, чинників та інституційних детермінант становлення моделі корпоративного управління у вітчизняному господарському середовищі.*

*The article is devoted to research of role of basic pre-conditions, factors and institutional determinant of becoming of model of corporate governance in a domestic economic environment.*

*Ключові слова: модель корпоративного управління, права акціонерів, інсайдерський контроль.*

*Keywords: model of corporate governance, the right of shareholders, insider's control.*

**Вступ.** Впродовж двох останніх десятиліть у вітчизняному підприємницькому середовищі відбувається послідовне формування моделі корпоративного управління, що розглядається у світовій науковій літературі як система механізмів реалізації інтересів та прав акціонерів. Дослідження особливостей формування даної моделі в Україні свідчить, що найбільш істотною інституційною передумовою даного процесу виявився процес роздержавлення і корпоратизації. Проте, виявлені на практиці дисфункції даної моделі актуалізують необхідність послідовного аналізу цілого комплексу чинників та інституційних детермінант, що визначили її специфіку.

Аналізу особливостей становлення вітчизняної моделі корпоративного управління у вітчизняній економічній літературі присвячена низка наукових розвідок, зокрема це праці Д. Баюри, В. Євтушевського, А. Педька, О. Носової, С. Румянцова, А. Сірка, Л. Федулової, З. Шершньової та ін. Разом з тим, спостерігається певний дефіцит наукової уваги до виявлення основних чинників та інституційних детермінант даного процесу.

**Постановка задачі.** Дослідження становлення вітчизняної моделі корпоративного управління побудоване на аналізі найбільш важливих передумов та чинників її формування. Насамперед, йдеться про наступні інституційні детермінанти:

- історична перервність процесу еволюційного розвитку інституту корпоративного управління;
- специфіка трансформаційних перетворень та формування вітчизняної корпорації у процесі приватизації, в результаті якої створено корпоративний сектор, і, відповідно, актуалізовано потребу у формуванні моделі корпоративного управління;
- процес інтеграції національної економіки у світове економічне середовище та необхідність створення інституційної бази у сфері корпоративних відносин, адекватної міжнародним стандартам, які своєю чергою сформувалися під значним впливом світової практики та теорії корпоративного управління.

Послідовний аналіз впливу названих параметрів на процес формування вітчизняної моделі корпоративного управління, що є основним завданням даної публікації, має на меті виявлення її істотних характеристик та специфічних особливостей, які вирізняють її від загальноприйнятих світових стандартів.

**Результати.** Однією із висхідних передумов становлення досліджуваної моделі слід назвати нетривалість періоду історичного розвитку корпоративного підприємництва у вітчизняній практиці, що своєю чергою, спричинило виникнення інституційних обмежень, які визначають специфіку генези вітчизняної моделі корпоративного управління на сучасному етапі її розвитку, а саме:

- відсутність традиційної корпоративної культури;
- несформованість механізмів управління корпоративною власністю та захисту прав акціонерів;

· недосконалість законодавчої бази;

· недостатній розвиток корпоративної теорії, що віддзеркалюється у методологічній та термінологічній неузгодженості нормативних і наукових джерел.

Важливим інституційним обмеженням формування корпоративного управління в Україні стала недосконалість законодавчого поля, що зумовила розвиток корпоративних відносин зі значним випередженням еволюції фундаментальної законотворчої діяльності, покликаної гарантувати недоторканість права власності, прозорість і захищеність угод. У вересні 2008 р. Україна останньою із пострадянських країн прийняла закон, що регламентує основні корпоративні норми, – Закон «Про акціонерні товариства» (набув чинності 29 квітня 2009 р.), в якому закладено інституційні засади реалізації та захисту прав акціонерів [1].

Іншою важливою передумовою формування моделі корпоративного управління стала сама схема створення вітчизняного корпоративного середовища в період приватизаційної реструктуризації державного сектору. Як зазначають О. Радигін та Р. Ентов, «послідовність приватизації, її форми та темпи проведення справляють надзвичайно суттєвий вплив на структуру прав власності, що формуються. Досвід розвитку перехідних економік може слугувати ще одним підтвердженням того, що зміни в структурі майнових прав значною мірою залежать від шляху, що пройшла економіка (path-dependent)» [12, с. 13]. Тобто сам приватизаційний процес, у певному розумінні, можна вважати результатом історичної еволюції вітчизняних структур власності та форм управління ними, що не призвела до створення ефективних інституційних механізмів їх реалізації. Обрана модель приватизації передбачала створення акціонерних компаній (публічних за своєю природою), що у своєму розвитку оминали не тільки приватногосподарську, а й стадію підприємницької корпорації. Таким чином, становлення сучасної вітчизняної корпорації в новітню епоху відбулося без проходження основних етапів еволюційного сходження, що неминуче призвело до деформації сутності та інституційної форми реалізації корпоративних відносин.

Свою чергою, обрана схема корпоратизації зумовила особливості характеристики моделі корпоративного управління у вітчизняному господарському середовищі. Можна стверджувати, що, не маючи практичного досвіду функціонування ринкової системи, Україна, як і більшість постсоціалістичних країн, у процесі формування вітчизняної моделі корпоративного устрою обрала за зразок саме аутсайдерську модель, побудовану на класичних уявленнях про ринкову саморегуляцію. Проте дана модель, орієнтована переважно на здійснення зовнішнього контролю, вже на перших етапах свого формування виявилась неадекватною рівню розвитку інституційного середовища: її становлення та закріплення у вітчизняній господарській практиці унеможливилось відсутністю або недостатнім розвитком більшості необхідних елементів ринкової інфраструктури. Як зазначає Л. Лещенко, «розпорошена власність може стати перешкодою на шляху затвердження ефективного корпоративного управління, позаяк можливість впливу аутсайдерів на менеджерів підприємства зростає чітко пропорційно до їх частки майна» [9]. Подальший розвиток перехідної моделі визначив тенденцію до стрімкої концентрації власності та поширення феномену інсайдерського контролю. Тобто вже на початковому етапі свого формування вітчизняна модель містила в собі елементи двох типових моделей: аутсайдерської та інсайдерської.

Основою формування системи інсайдерського контролю стали саме схеми приватизації, що створила пріоритетні умови насамперед для керівництва роздержавлених підприємств. Як показує аналіз постприватизаційної структури акціонерної власності, незалежно від методу приватизації, корпоратизація державних підприємств створила значні привілеї для колишніх керівників підприємств. Як відзначає М. Аокі, «програми приватизації, по суті, легітимізували де-факто контроль інсайдерів шляхом передачі більшої частини прав власності на великі підприємства їх менеджерам» [3, с. 19]. Відсутність чітко формалізованих правил проведення приватизаційного процесу, внормованого у законодавстві, створила умови для фактичного привласнення об'єктів державного майна за рахунок отримання специфічного інформаційного ресурсу та використання непрозорих та не завжди легітимних схем приватизації. Як наслідок, колишні керівники державних підприємств та їх довірені особи, що володіли реальним управлінським ресурсом, скористалися можливістю акумуляції значних пакетів акцій, а отже, і реального контролю над акціонерним капіталом.

Відтак корпоратизація не тільки не створила ефективної структури власності та системи управління нею, а подекуди навіть призвела до консервації неефективних організаційно-управлінських структур на підприємствах. Своєю чергою, «невиконання функцій оновлення кадрового складу», що є типовою тенденцією притаманною вітчизняній традиції господарювання ще з радянських часів, на думку С. Архіреєва, не тільки стримує зростання ефективності економіки, а й «призводить до появи у акціонерів додаткових трансакційних витрат, причому значних, оскільки вони включають всі втрати від неефективного управління» [4, с. 208]. Таким чином, відбувається обмеження прав насамперед міноритарних акціонерів не тільки в контексті можливостей впливу на управління, а й у недоотриманні доходу (дивіденду), що зменшується за рахунок зростання трансакційних витрат. Порівняння даних витрат із типовими агентськими свідчить, що, на відміну від останніх, витрати, пов'язані із процедурою «консервації» неефективних менеджерських практик, не приносять акціонерам таких додаткових позитивних ефектів, як збільшення можливостей контролю та зміцнення довіри до контрактів з агентами.

Ще однією важливою домінантою розвитку новоствореної моделі стало й те, що її основні елементи сформувалися у середовищі інформаційної асиметрії. Як вказує Дж. Стігліц, «саме недосконалість інформації обумовила необхідність делегування відповідальності менеджерам» [14, с. 115]. Асиметричний розподіл інформаційного ресурсу, головним джерелом якого став доступ до важливої інформації через неформальні зв'язки із представниками держави, створив передумови для формування привілейованих груп економічних агентів у процесі корпоратизації. Названі групи, використовуючи асиметрію інформації не тільки одержали домінуючу частку власності, а й істотні переваги перед аутсайдерами, які фактично не мають можливостей для захисту своїх прав. Така ситуація об'єктивно ускладнює процеси розвитку корпоративного управління, формування системи контролю та концентрації капіталів через консолідацію пакетів акцій.

Виходячи із тези, запропонованої А. Бухваловим про те, що «природа асиметрії має перш за все інституційний характер, що пов'язано з інституційною роллю різноманітних груп інвесторів в економіці» [8, с. 18], можна припустити, що з одного боку асиметрія інформації (і, відповідно, асиметрії можливостей) стала основою формування не тільки значних груп впливу в системі корпоративного управління, а й вітчизняних олігархічних бізнес-груп; з іншого - самі ці групи надалі виступають ініціаторами поширення інформаційної асиметрії, що істотно погіршує якісні характеристики досліджуваної моделі. Результатом такого дуалістичного взаємовпливу в умовах інституційної трансформації стає асиметрія інформаційних потоків та погіршення процесу природного відбору інститутів, що на думку

О. Белокрилової, В. Вольчика, А. Мурадова призводить до «виникнення вибіркових стимулів у груп, заінтересованих в закріпленні інститутів з регресивною віддачею» та загалом виступає найвпливовішим інституційним обмеженням для оптимізації моделі корпоративного управління [5, с. 84]. Економічною передумовою розгортання даної тенденції є отримання «інституційної квазіренти» названими групами інтересів (пливу), що стимулює їх «проводити політику, спрямовану на консервацію наявних неефективних інституційних структур» [5, с. 85].

Значно утруднює процес оптимізації моделі корпоративного управління відсутність реальних механізмів управління акціонерним капіталом та нерозвинутість механізмів ринкового контролю. Пояснити це можна передусім тим, що в основу розбудови системи управління ними було покладено не фінансові механізми акумуляції капіталів, а необхідність реалізації прийнятої ідеології реформування відносин власності. На подальший розвиток корпоративного управління негативно вплинули не стільки методи приватизації, скільки слабкість ринкових інститутів, що повинні були забезпечувати поточну та перспективну його ефективність. У постприватизаційному періоді, як зазначає О. Носова, ситуація із формуванням національної моделі корпоративного управління ускладнилася тим, що «незадовільні результати проведеної приватизації сприяли виникненню ідеї щодо доцільності перегляду її результатів шляхом використання різноманітних варіантів деприватизації, реприватизації, націоналізації» [10, с. 772]. Природно, що така нестабільність економічної політики також вплинула негативно на процес формування інституту захисту прав власності. Невизначеність основних параметрів взаємодії економічних агентів та перспектив подальшого розвитку підприємництва і до сьогодні виступає інституційним обмеженням для оптимізації інституту корпоративного управління.

Одним із найвпливовіших чинників формування національної моделі і водночас екзогенним інституційним обмеженням її розвитку стали процеси глобалізації та інтеграції світової економіки. Виступаючи катализатором зростання взаємозалежності окремих регіонів світу, вони виявляються в активній імплантації у інституційне середовище економік, що перебувають на нижчому шаблі розвитку інституційної структури, елементів, сформованих упродовж тривалого історичного розвитку всією західною цивілізацією. Під впливом світової практики, а також під певним тиском міжнародних інституцій відбувається прискорена інституціоналізація господарського простору країн «наздоганяючого ешелону», насамперед через сформовані та апробовані світовою практикою корпоративного поступу механізми та стандарти корпоративної культури (в широкому сенсі слова). Названі чинники стали основою як процесу нормотворення національного корпоративного законодавства, так і формування внутрішньокорпоративних норм. Необхідність використання міжнародних стандартів корпоративного управління як еталона інституційних трансформацій була актуалізована також європейським вектором розвитку національної економіки. В інституційному аспекті це означало необхідність приведення у відповідність до європейських стандартів національних інституційних норм та їх подальшу гармонізацію.

Важливим етапом у процесі інституціоналізації моделі корпоративного управління в Україні стало затвердження Принципів корпоративного управління України (2003 р.), якими було закладено основи для формування загальноприйнятих норм і правил корпоративної поведінки. Згідно з даним документом, «мета товариства полягає у максимізації добробуту акціонерів за рахунок зростання ринкової вартості акцій товариства, а також отримання акціонерами дивідендів» [2]. Серед основних принципів названо: визначення та досягнення мети товариства; забезпечення захисту прав акціонерів; оптимізація діяльності наглядової ради й виконавчого органу; розкриття інформації та прозорість; контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства; взаємодія із заінтересованими особами.

Проте дослідження чинних механізмів та процедур корпоративного управління в Україні свідчить, що навіть прийняття національних стандартів не привело до автоматичної гармонізації корпоративних відносин. Запровадження нових інституційних норм, за влучним висловом Дж. Стігліца, мало характер «інституційного бліцкригу», який знищив традиційні соціальні норми, не замінивши їх новими [14, с. 112]. Чинне законодавство і надалі досить повільно адаптується до світових стандартів і недостатньо мірою врегулює різноманітні аспекти корпоративного управління. А той факт, що принципи мають рекомендаційний характер в українському варіанті, означає, що вони взагалі є не обов'язковими для виконання. Крім того, запровадження вироблених світовою практикою норм об'єктивно обмежено традиційною специфікою взаємодії суб'єктів господарювання, особливостями історичного та ментального характеру, серед яких – несформованість почуття власника та низька економічна активність пересічних акціонерів, які не прагнуть реалізувати можливості управління та контролю; слабкість судової системи та ефективних механізмів захисту прав акціонерів, що знижує інвестиційну привабливість ринку корпоративних цінних паперів та інвестиційну мотивацію населення.

Отже, як бачимо, модель корпоративного управління, основи якої було закладено упродовж приватизаційного етапу, не тільки не пододала успадкованих від адміністративно-командної господарської системи проблем, а й увібрала в себе чимало негативних моментів перехідного періоду.

Визначаючи найсуттєвіші характеристики національної моделі корпоративного управління на постприватизаційному етапі, необхідно назвати насамперед відсутність дієвих механізмів реалізації прав акціонерів та інструментів здійснення контролю за використанням ресурсів. Найбільш типовою характеристикою вітчизняної моделі на постприватизаційному етапі стало формування системи інсайдерського (внутрішнього) контролю, який М. Аокі визначає як «де-факто та де-юре захоплення менеджерами прав контролю над підприємством і сильне представництво їх інтересів в процесі прийняття корпоративних стратегічних рішень (найчастіше у конфлікті з інтересами працівників)» [3, с. 19]. При цьому, як показує емпіричний аналіз, менеджери не обов'язково юридично володіють значними пакетами акцій. Для здійснення контролю їм достатньо в той чи інший спосіб одержати доступ до реального управління.

Особливість вітчизняної інсайдерської моделі полягає в тому, що вона функціонує у ситуації відсутності таких ринків та найважливіших інститутів ринкової економіки. Як зазначає А. Сірка, «інвестори, передусім зовнішні, позбавлені значною мірою як інструментів прямого контролю за діяльністю менеджерів через демократичні процедури загального керівництва й формування робочих органів корпорації, так і можливостей побічної оцінки свого бізнесу через динаміку ринкової вартості акцій» [13, с. 76]. Та обставина, що означена модель корпоративної власності, на думку А. Сірка, є «інвестиційно найменш продуктивною, оскільки по своїй економічній природі така модель зорієнтована на трансформацію корпоративної форми підприємства в закритий інститут» [13, с. 78] дозволяє зробити висновок про те, що вона водночас є і найменш перспективною у контексті оптимізації системи захисту інтересів власників та інвесторів.

У межах такої моделі домінуючі власники здебільшого не заінтересовані у формуванні прозорих правил корпоративної взаємодії та залученні зовнішніх інвестицій, оскільки це пов'язане із загрозою втрати домінуючих позицій, а отже, і контролю. З іншого боку, інвестори також не заінтересовані вкладати кошти у підприємства, влада в яких фактично належить домінуючій групі акціонерів. Така ситуація, що дістала у науковій літературі назву «дилеми інсайдерів» (insider's dilemma),

унеможливило становлення ефективних форм корпоративного контролю та призводить до зниження інвестиційної привабливості корпоративного сектору. Для подолання названої проблеми, зазначають О. Белянова та І. Розинський, «інсайдери повинні відмовитися або від планів залучення інвестицій, або від безроздільності свого контролю» [6, с. 255].

Однією із засадничих характеристик вітчизняної моделі є недостатній інформмент<sup>[1]</sup> у сфері захисту прав власності (насамперед міноритарних акціонерів), що виявляється у таких найбільш типових для української практики порушеннях: відсутність механізмів впливу на процес прийняття управлінських рішень; різноманітні порушення у сфері дивідендної політики; ускладнення процесу ознайомлення акціонерів з необхідною для управління інформацією та відсутність дієвих процедур оприлюднення інформації; недотримання прав акціонерів при додаткових емісіях, реструктуризації та банкрутстві компанії; випадки повторного продажу тих самих акцій. Важливим чинником обмеження інтересів та прав дрібних акціонерів є неефективність інструментів внутрішнього та зовнішнього корпоративного контролю, насамперед неліквідності фондового ринку. Як зазначає О. Радигін, «недостатній захист (дрібних акціонерів) і порівняно низький рівень розвитку ринку цінних паперів поєднані між собою як прямим, так і зворотним зв'язком: так неліквідність багатьох акцій на менш розвинутих ринках робить їх власників по суті ще менш захищеними, а це, в свою чергу, сприяє концентрації акціонерної власності і зменшенню мобільності акцій» [12, с. 9]. Ринок акцій у такій ситуації не може досить ефективно виконувати свої сигнальні функції, створюючи обмеження для ефективного перерозподілу капіталів та інвестиційного процесу загалом. Таким чином, відбувається обмеження інтересів не тільки діючих, а й потенційних акціонерів.

Разом з тим слід звернути увагу, що однією із найважливіших особливостей вітчизняної моделі, яка, щоправда, є досить типовою для більшості перехідних моделей у постсоціалістичних країнах, є те, що домінуючим конфліктом є не класичний принципал-агент конфлікт (між власниками та менеджментом), а конфлікт між міноритарними та мажоритарними акціонерами, інтереси яких представляє цілком підконтрольний їм менеджмент. «Для української, як і взагалі для європейської моделі корпоративного управління і контролю, – зазначає А. Педько, – характерне панування великих акціонерів, які нерідко втручаються у процес управління бізнесом, унаслідок чого можливості опортуністичної поведінки топ-менеджерів зведені до мінімуму» [11, с. 112]. Це дозволяє мажоритарним акціонерам, використовуючи легальні чи напівлегальні механізми, обмежувати права дрібних власників через: виведення активів; розмивання структури капіталу через додаткові емісії акцій; процедури злиття та поглинання; трансфертне ціноутворення; штучно створену асиметрію інформації та відсутність прозорості. Отже, центральна проблема «класичних» моделей – необхідність подолання опортунізму менеджменту – у вітчизняному варіанті виглядає як проблема формування механізмів, що обмежують неправомірні дії контролюючих акціонерів (та підпорядкованого їм менеджменту) щодо інтересів міноритарних акціонерів.

Порівняння вітчизняної моделі з найтипівішими аналогами (насамперед країн постсоціалістичного табору) свідчить про те, що в Україні переважає корпоративний контроль, домінуючою сферою застосування якого є внутрішньокорпоративне середовище з централізованими ієрархічними структурами представництва інтересів акціонерів (наглядова рада, правління тощо). Причиною такого становища є недостатній розвиток основних елементів ринкової інфраструктури (реєстраційної, депозитарної, фондової, судово-правової систем), покликаних сприяти реалізації механізмів ринкового корпоративного контролю.

Реалізація ринкових механізмів корпоративного контролю утруднюється тим, що, у корпораціях існують «численні напівлегальні або погано контрольовані ззовні можливості спрямування потоку доходів відвідними каналами та/або прямого розкрадання («експропріації») майна компанії» [12]. Отже, однією із проблемних рис вітчизняної моделі є неефективність механізмів захисту прав зовнішнього власника, навіть якщо він володіє значним пакетом акцій. Водночас, як указує О. Радигін, у процесі формування перехідних моделей відбувається дисбаланс, що виявляється у «суперечності між фактичним процесом економічної концентрації (концентрації акціонерного капіталу) та гіпертрофованою орієнтацією права на захист міноритаріїв» [15, с. 20]. Очевидно, така ситуація, цілком може бути пояснена особливостями національного менталітету, історичними домінантами формування якого стали офіційна політика декларацій соціального захисту «пролетаріату» (осіб, позбавлених матеріальних ресурсів та прав власності) на тлі безпрецедентної централізації та концентрації ресурсів, а головне – механізмів розпорядження ними в руках привілейованих груп осіб.

Проблемним полем формування прозорих і ефективних механізмів корпоративного контролю є фальсифікація інформації у офіційній звітності компанії, яка вибудовується за принципом подвійної бухгалтерії. Разом з тим, як стверджують О. Радигін та Р. Ентов, «навіть у тих випадках, коли відсутнє свідоме викривлення звітності, практика неплатежів... складної системи фінансових відносин з афілійованими компаніями надають даним, що офіційно повідомляються важко розшифровуваний характер» [12, с. 43]. Така ситуація об'єктивно стримує розвиток ринку цінних паперів та рейтингових послуг, а тому і обмежує можливості зовнішнього середовища корпоративного контролю.

Сучасна національна модель корпоративного управління перебуває на стадії формування, являючи собою перехідну конструкцію, в якій формально представлені компоненти різних моделей:

· відносно розпорошена власність, що є ознакою аутсайдерської системи. Дана характеристика, за умови існування неліквідного ринку цінних паперів і нерозвинутої фондової інфраструктури, є гальмом розвитку корпоративного управління як системи реалізації прав акціонерів;

· тенденції до зростання концентрації власності, становлення елементів інсайдерського контролю, запровадження схем перехресного володіння пакетами акцій і формування складних корпоративних структур різного типу (притаманні інсайдерським системам). Названі тенденції потребують інституційного обмеження у вигляді моніторингу діяльності менеджерів з боку банківських установ, який є неефективним в умовах недостатнього розвитку кредитного ринку та відсутності адекватного фінансування вітчизняного корпоративного сектору.

Кожна із названих моделей має переваги й недоліки, тому при визначенні стратегічних пріоритетів розбудови національної моделі необхідно зважати на найбільш типові загрози та можливості запозичення позитивних рис різних моделей. Як стверджує М. Аокі, «не має сенсу судити про достоїнства кожної моделі та її застосовуваності для перехідних економік без урахування стадії розвитку кожної країни, а також історії її інститутів та правового устрою» [3, с. 18].

**Висновки.** Узагальнюючи необхідно зазначити, що національна модель корпоративного управління має специфічні характерні особливості, які не завжди піддаються впорядкуванню у межах наявних інституційних норм. Найбільш істотними характеристиками вітчизняної моделі корпоративного управління, що сформувалися під впливом історичних, економічних та соціокультурних чинників розвитку, є наступні:

- вибіркове, безсистемне та переважно формальне застосування норм і процедур корпоративного управління вітчизняними корпораціями;
  - переважання внутрішніх механізмів корпоративного контролю у формі делегування повноважень контролю органам управління корпорацій, внаслідок нерозвинутості інституту зовнішнього корпоративного контролю;
  - незначна роль банків та фактична відсутність таких фінансових інституційних інвесторів, як пенсійні, інвестиційні акціонерні фонди;
  - непрозорість структури власності, що унеможливає визначення та розмежування реальних та номінальних власників);
  - перманентний процес перерозподілу акціонерних капіталів через деприватизацію, злиття-поглинання, рейдерство, що не сприяє формуванню чітких стандартів захисту прав власників та збільшує ризик невизначеності щодо майбутніх перспектив розвитку корпоративного управління;
- інформаційна закритість та непрозорість діяльності корпоративних підприємств і, як результат, нерозвиненість таких форм зовнішнього контролю як незалежне оцінювання через рейтинги корпоративного управління;
- нерозвиненість відчуття власника та вартісного мислення, що спричиняє абсентеїстську поведінку міноритарних акціонерів.
- Поєднання різних елементів традиційних систем корпоративного управління можна вважати однією з основних її специфічних рис. Разом з тим, необхідно підкреслити, що важливим завданням оптимізації досліджуваної моделі є не стільки її виокремлення та ідентифікація з однією з класичних світових (аутсайдерською чи інсайдерською)<sup>[2]</sup>, які самі в останні десятиліття стають дедалі більш «розмитими» у своїй структурі, скільки відбір найбільш ефективних механізмів у межах кожної із них та пошук можливостей імплементації цих елементів у традиційно сформоване господарське середовище. Необхідною умовою такої конвергенції є відстеження неефективних інститутів (формального та неформального характеру), що виступають обмеженнями для розвитку та оптимізації національної моделі.

У процесі побудови власної моделі необхідно керуватися напрацьованим світовою практикою досвідом, орієнтуючись на апробовані тенденції корпоративного управління з урахуванням можливостей їх адаптації до традиційно сформованих умов та особливостей історичного розвитку національного господарства.

#### Список використаних джерел

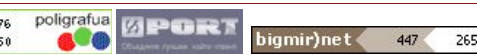
1. Закон України «Про акціонерні товариства» №514 – VI від 17.09.2008 р.
2. Принципи корпоративного управління України. – К.: ДКЦПФР, 2004. – 72 с.
3. Аоки М. Сравнительный анализ корпоративного управления: предистория и современность // Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков / Под редакцией Масахико Аоки и Хьонг Ки Кима; научная редакция перевода и вступительная статья В.С. Катькало и А.Н. Клепача; пер. с англ. – СПб.: Лениздат, 1997. – 558 с.
4. Архиреев С.И. Трансакционные издержки и неравенство в условиях рыночной трансформации. – Харьков: Бизнес Информ, 2000. – 288 с.
5. Белокрылова О.С., Вольчик В.В., Мурадов А.А. Институциональные особенности распределения доходов в переходной экономике. – Ростов-на-Дону: Рост. ун-т, 2000. – 111 с.
6. Белянова Е., Розинский И. Эволюция коммерческой банковской деятельности в России и ее влияние на корпоративное управление // Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков / Под редакцией Масахико Аоки и Хьонг Ки Кима; научная редакция перевода и вступительная статья В.С. Катькало и А.Н. Клепача; пер. с англ. – СПб.: Лениздат, 1997. – 558 с.
7. Берглоф Э. Корпоративное управление в переходных экономиках: теория и ее выводы для экономической политики государства // Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков / Под редакцией Масахико Аоки и Хьонг Ки Кима; научная редакция перевода и вступительная статья В.С. Катькало и А.Н. Клепача; пер. с англ. – СПб.: Лениздат, 1997. – 558 – С.100–142.
8. Бухвалов А.В. Теория фирмы и теория корпоративного управления. // Вестник Санкт–Петербургского университета. Серия 8. Выпуск 4 (№32). 2004. – С. 99–117.
9. Лещенко Лариса. Середовище корпоративного управління в Україні та його вплив на діяльність і фінанси корпорацій / ОЕСР. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/dataoecd/5/62/1930631.pdf>
10. Носова О.В. Система корпоративного управления в условиях институционально-рыночной трансформации / Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / Под. ред. д-ра экон. наук А.А. Гриценко. – Х.: Форт, 2008. – 928 с. – С. 769–783.
11. Педько А.Б. Власність, контроль і конфлікт інтересів в акціонерних товариствах. – К.: Вид. дім «Кієво-Могилян. акад.», 2008. – 325 с.
12. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М.: ИЭП, 2003. – 162 с.
13. Сірко А.В. Корпоративні відносини в перехідній економіці: проблеми теорії і практики: Моногр. – К.: Імекс, 2004. – 413 с.
14. Стиглиц Дж. Неудачи корпоративного управління при переході к рынку. Доклад на ежегодной конференции Мирового банка по европейскому экономическому развитию, Париж, 1999 г. // Экономическая наука современной России. – 2001. – №4. – С. 108–146.
15. Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления / Радыгин А.Д., Гонтмахер А.Е., Межераупс И.В., Турунцева М.Ю. – М.: Институт экономики переходного периода, 2004. – 305 с.

*Стаття надійшла до редакції 23.11.2009 р.*

[1] Інфорсмент (від. англ. *enforcement* – правозастосування) – система норм та механізмів забезпечення виконання контрактів. На нашу думку, найбільш точним трактування терміну є «примус до виконання контрактів», який своє чергою розглядається як потенційна можливість «примусу», що забезпечує інституційні передумови для дотримання контрактів.

[2] Найхарактернішою тенденцією розвитку класичних моделей корпоративного управління в останні десятиліття, на думку багатьох дослідників (О. Радигін, Р. Ентов), стає їх конвергенції, що

робить дедалі проблемнішим віднесення тієї чи іншої національної системи корпоративного управління виключно до аутсайдерської чи інсайдерської моделі [12, с. 144].



ТОВ "ДКС Центр"