

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

**Ефективна
ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний
аграрно-економічний університет



Переглянути у форматі pdf

Н. Е. Десева

ІСТОРИЧНІ АСПЕКТИ ТЕОРІЇ І ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

№ 9, 2015 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 330.1

*Н. Е. Десева,
д. е. н., доцент, професор кафедри менеджменту,
Київський національний торговельно-економічний університет, м. Київ*

ІСТОРИЧНІ АСПЕКТИ ТЕОРІЇ І ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

*N. E. Dyeyeva,
Doctor of Econ. Sci., Senior Lector, Professor of the Department of management,
Kyiv National University of Trade and Economics*

HISTORICAL ASPECTS OF THEORY AND PRACTICES OF CORPORATE MANAGEMENT

Предметом дослідження є теоретичні, методологічні основи і практичні аспекти історії виникнення корпоративного управління. Об'єктом дослідження є процеси розвитку теорії і практики функціонування підприємницьких структур корпоративного типу, а також управління ними. У процесі підготовки статті використано сучасні методи проведення наукових досліджень: історичного узагальнення, порівняльного правознавства, системний підхід. Метою статті є визначення закономірностей становлення акціонерних товариств і корпоративного управління в Україні в контексті європейських тенденцій, а також їх віддзеркалення в економічній теорії. Визначено характерні особливості ретроспективи акціонерного підприємництва в Україні в частині концентрації капіталу, конкуренції, участі іноземних інвесторів, галузевої належності корпорацій. Узагальнено погляди вітчизняних вчених на природу акціонерного капіталу і корпоративного управління, надано оцінку їх відповідності положенням сучасних економічних теорій, інституціональній зокрема. Розроблено рекомендації щодо їх використання на практиці для поліпшення якості корпоративного управління.

The article of research are theoretical, methodological bases and practical aspects of history of origin of corporate management. A research object are processes of development of theory practices of functioning of enterprise structures of corporate type, and also managements by them. In the process of preparation of the article the modern methods of realization of scientific researches are used: historical generalization, comparative jurisprudence, approach of the systems. The purpose of the article is determination of conformities to law of becoming of joint-stock companies and corporate management in Ukraine in the context of the European tendencies, and also their reflection in an economic theory. The characteristic features of retrospective view of joint-stock enterprise are certain in Ukraine in part of concentration of capital, competition, participation of foreign investors, branch belonging of corporations. Generalized looks of domestic scientists to nature of equity and corporate management, the estimation of their accordance is given by position of modern economic theories, institutional in particular. Recommendations are worked out in relation to their use in practice for the improvement of quality of corporate management.

Ключові слова: корпоративне управління, теорія, практика, історичні аспекти.

Keywords: corporate management, theory, practice, historical aspects.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Корпоративне управління – це широке поняття, яке є початковим для таких понять як корпоративна культура, корпоративні фінанси, визначає капіталізацію економіки, її соціальні напрями і стандарти інвестування. Під рівнем корпоративного управління розуміють привабливість економіки для економічних зв'язків, культуру економічних стосунків. Починаючи з 90-их років минулого століття в Україні поширюється акціонерна форма підприємництва, імпульс розвитку якій надала корпоратизація державних підприємств. Але історично для нашої країни це не нова, а відроджена форма організації бізнесу, припинення існування якої пов'язано з радянською добою. З метою з'ясування генезису акціонерного підприємства доцільно дослідити, яким чином відбувалось його становлення на ранніх етапах, які фактори спричинили його виникнення в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор, виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття. У працях Кудин І. [1, с. 9], Крута Т. [2], Розинки О. [3, 74-75] визначено генезис економіко-правових засад функціонування закордонних фондових ринків, поглядів українських і зарубіжних вчених на сутність акціонерного капіталу. Однак поставлене питання потребує подальшого вивчення. Дослідження впливу інституціонального національного середовища дозволить визначити особливості розвитку акціонерних товариств в історичному минулому і екстраполювати отримані висновки на сучасну ситуацію.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є визначення закономірностей становлення акціонерних товариств і корпоративного управління в Україні в контексті європейських тенденцій, а також їх віддзеркалення в економічній теорії.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Узагальнення історичного досвіду виникнення і функціонування акціонерного підприємництва на українських землях, а також особливостей його відображення у працях науковців того часу доцільно проводити із використанням принципу єдності історичного і логічного. Теоретичне відтворення завжди починається з загального, яке історично мало особливу реальну форму свого існування. Логічне і історичне співвідноситься як: по-перше, уявне і реальне; по-друге, як співіснування і перебіг в часі; по-третє, як розвинений об'єкт і процес становлення.

Акціонерне товариство є найбільш розвинутою формою об'єднання розрізаних внесків в один загальний асоційований капітал, що досягається його розподілом на акції і значним розширенням кількості вкладників [4]. По мірі розвитку акціонерних товариств зростала роль ринку цінних паперів і фондової біржі. Прийнято вважати, що історія фондового ринку починається зі створення в 1602 р. фондової біржі в Амстердамі. Однак ринок і цінні папери - товар, яким на ньому торгують, виник раніше. Частками державних позик торгували ще близько 1328 р. у таких містах-державах, як Венеція, Флоренція і Генуя, де діяв активний ринок

розписок та платіжних зобов'язань банків. Згадки про акціонерні компанії як «товариство капіталів» відносять до XV ст. Акціонерні товариства, найбільш наближені до сучасних форм, з'являються в XVI-XVII ст.

Першими з відомих нам акціонерних товариств були англійські «Англо-гамбургська торгівельна компанія» і «Московська компанія» (утворені в 1550-х роках). Далі слідує англійські «Іспанська» (1577), «Балтійська» (1579) компанії, «Львівська (Турецька) компанія» (1583). Через два десятиліття до них приєдналися енциклопедично відомі англійська і голландська компанії «Ост-індські»; у 1611 р. заснована англійська «Французька» компанія. Самими французькими вже в XVII ст. створено компанії: de la Nouvelle France (1628), du Senegal (1651), des Indes Occidentales (1664) тощо [5, с. 28].

Основою утворення англійського торгівельного товариства, його прототипом, з'явилася форма підприємства, що отримала назву «компанія». Спочатку це були не менш тісні, чим гільдії, асоціації компаньйонів, в яких ділилося все: харчі, щоденний ризик, капітал і праця (що підтверджує розбір слова «компанія»: сит - разом, panis - хліб). Важлива ознака ранньої форми компанії - необмежена відповідальність учасників. Як правовий інститут і одночасно принцип організації бізнесу, він частково веде свій початок від сумісного життя членів компанії, а також зобов'язаний правовій традиції, що захищає концепцію групової особи.

Важливою ланкою даної еволюції стала поява в XVI - XVII ст. компаній, названих англійцями Joint Stock Companies, тобто компаній об'єднаного капіталу (сумісних фондів), які сформували еволюційну гілку акціонерних компаній. Набуваючи частки в торгівельному (або будь-якому іншому) підприємстві, що мало форму акціонерної компанії, середньовічний інвестор вступав у права співволодіння з такими ж інвесторами, як і він. Необмеженість відповідальності такого інвестора дозволяла зробити спробу пошуку форми передачі прав, а високий ризик обороту цивільних документів на той час міг служити істотним чинником для зміни статусу частки учасника компанії. Практика обороту (купівлі-продажу) подібних часток (юридичною підставою для якої служив інститут щесії), що з'явилася незабаром, виступала при цьому як тенденція до утворення ринку, на якому би врівноважувався попит на новий «товар», — комплекс прав, утілених в частці власності на підприємство, а згодом — в особливому цінному папері - акції.

У період XIV - XVIII ст. в Англії форма товариства, заснована на принципі необмеженої відповідальності, майже витіснила побудовану на принципі обмеженої відповідальності більш ранню, виниклу з коммоди форму. Необмежена відповідальність лежала також і в основі німецької концепції асоціації. Вказані тенденції свідчать на користь того, що товариства, засновані на принципах необмеженої відповідальності, відповідали таким мотивам асоціювання їх учасників, як пом'якшення або усунення невизначеності, суб'єктивних ризиків і, ширше, опортуністичної поведінки. До початку XVII ст. в Європі з'явилися різноманітні інструменти фондового ринку, більшість яких складали частки в державних та муніципальних боргах, а також папери голландської Східно-індійської компанії. У 1711 р. за сприяння англійської держави була заснована Південно-океанська торговельна компанія, яка надала уряду мобілізовані за допомогою випуску акцій кошти в обмін на виключне право торгівлі з Південною Америкою і низку інших привілеїв. Перший період формування акціонерного капіталу в Англії супроводжувався спекулятивним лихоманкою, відсутністю законодавчого регулювання випуску акцій, що дозволяло будь-яким компаніям необмежено випускати цінні папери і у підсумку створювало передумови для банкрутств.

Правове поле функціонування акціонерних товариств в Україні, почало формуватися в кінці XVIII ст. [6, с. 115]. Перший у Європі загальний закон про акціонерні товариства з'явився у грудні 1836 р. в Росії, коли імператор Микола I затвердив «Положення про компанії на акціях». Однак на практиці склалася суперечлива ситуація, коли статuti окремих акціонерних товариств почали виступати в ролі спеціальних законів і частково замінили загальне законодавство. За законом 1836 р. акціонерні компанії були об'єднанням внесків певного розміру фізичних і юридичних осіб в загальний капітал, розмірами якого обмежувалося коло дії і відповідальності кожного подібного товариства. Органами внутрішнього управління акціонерної компанії були загальні збори, правління і ревізійна комісія. Право участі в загальних зборах належало кожному акціонеру, але правом вирішального голосу, тобто участі в голосуванні, міг користуватися тільки той, хто мав не менше визначеної статуту мінімальної кількості акцій. Кожен акціонер мав право брати участь в загальних зборах, бути вираним в керівні органи товариства, оглядати будь-яку документацію товариства для перевірки балансу. Крім того, для захисту своїх інтересів акціонер міг звертатися до суду з вимогою видачі йому дивіденду, визнання недійсним рішення загальних зборів і визнання товариства банкрутом.

Стрімке зростання кількості акціонерних компаній стало незаперечним фактом економічної історії XIX [7, с. 61]. Промисловий переворот у провідних галузях української економіки, який завершився в 70-80-х роках XIX ст., створив матеріально-технічні та соціальні передумови для подальшого розвитку економіки. На початок 90-х років XIX ст. у Західній Європі, що переживала застій в промисловості і торгівлі, акумулювалися вільні грошові кошти. Приваблені можливістю отримання високих прибутків, дешевою робочою силою і величезними природними ресурсами, іноземні підприємці і крупні грошові капітали хлинули до України. Величезна роль у розвитку української промисловості належала акціонуванню. Перші акціонерні компанії в Україні виникли в 70-х роках XIX ст. Цей процес набув широкого розмаху в 90-х роках, під час кризи 1900-1903 рр., яку змінило промислове піднесення 1910-1913 рр.

Промисловий переворот значно розширив коло питань, що критично осмислювались та узагальнювались українською економічною наукою у другій половині XIX ст. До традиційних політекономічних питань додалися проблеми становлення та подальшого розвитку національного ринку, економічної природи акціонерних товариств, виникнення і сутності монополій, фінансового капіталу, експорту та імпорту капіталу тощо. Туган-Барановський М. І. наголошував, що в останні десятиліття XIX ст. найхарактернішою рисою промислового розвитку передових капіталістичних країн було гігантське зростання різноманітних асоціацій та спілок капіталу, починаючи від тимчасових угод кількох капіталістів для досягнення певної мети (наприклад, координації цінової політики) та закінчуючи повним злиттям багатьох незалежних підприємств в одне велике, кероване за єдиним спільним планом. Історична практика підтвердила тезу критиків марксизму про те, що виникнення та бурхливий розвиток акціонерних товариств сприяє не тільки централізації капіталів, але водночас і децентралізації власності та, відповідно, багатства, створеного доходом від її використання.

Помітне місце зайняли різні питання становлення і розвитку вітчизняних акціонерних компаній як найбільш перспективної форми підприємництва [8, с. 401]. Досліджувалися питання економічної та правової природи акціонерних товариств, акціонерної власності; з'ясовувалася загальна картина й основні закономірності розвитку акціонерної справи, пов'язані з концентрацією виробництва і капіталу; залученням іноземних інвесторів; монополізацією тощо. Українські економісти (М. Бунге [9, с. 16], М. Туган-Барановський [10, с. 297]) узагальнили характерні ознаки підприємництва і надали підприємству ознаки акціонерного товариства. Ставлення науковців до поширення великих корпорацій було неоднозначним. Позитивними сторонами процесу визначали: плановірність, яку вносить в економічне життя монополізація промисловості, демократизація капіталу, оскільки придбання акцій широкими верствами населення дає їм можливість брати участь у справах і доходах акціонерних підприємств. Теорія «демократизації капіталу, представником якої був С.П. Фармаковський, інтенсивно пропагується сучасними західними економістами як теорія «народного капіталізму».

М.Туган-Барановський визнаючи, що акціонерні підприємства є закономірною формою організації виробництва, вказував, що їхня діяльність нерідко має антисоціальну спрямованість. Поділяємо думку вченого, що здорова політика держави щодо акціонерних товариств має спрямовуватися не на їх обмеження, а на боротьбу зі шкідливими для широких верств населення наслідками їх діяльності. У працях Л.І. Петражицького, які зберегли свою актуальність до наших днів, містяться висновки про психологічні і юридичні аспекти формування акціонерного капіталу, управління ним, про ризики акціонерів [11, с. 211-213]. Аналіз розвитку корпоративних відносин у радянський період свідчить, що під тиском жорстких ідеологічних імперативів, орієнтованих на згортання ринкового середовища та максимальне одержавлення економіки, відбулася значна деформація як їх економічної сутності, так і організаційної структури [12, с. 81]. Сказане, насамперед, стосується корпоративних організацій, які в перші роки становлення радянської економічної системи виявились найбільш активними та поширеними елементами ринкового підприємницького середовища. Важливо також відзначити, що саме у практиці становлення корпоративних відносин радянського періоду сформувалися риси, які й дотепер визначають специфіку вітчизняного корпоративного середовища, а саме: значна роль держави як одного з найбільших акціонерів та як ініціатора корпоративних трансформацій; невідповідність номінальних прав та реальних можливостей захисту інтересів акціонерів; правовий нігілізм та відсутність інтересу в пересічних акціонерів щодо реалізації власних прав тощо. Найбільш відомим представником течії, яка негативно ставилася до поширення акціонерного підприємства, був М.І. Назаревський, автор книги «Очерки по истории и теории коллективно-капиталистического хозяйства. Синдикаты и тресты» (1912 р.). На його думку створення корпорацій змінює як виробництво, так і споживання настільки, що доводиться говорити про нову фазу розвитку економіки - про перехід капіталістичної форми господарства в колективно-капіталістичну.

Десятиліття панування системи бюрократично-розподільчого соціалізму спричинили знецінення інституту власності та формування стійких суспільних стереотипів (неформальних інститутів) – фрірайдерства, патерналізму, абсентеїзму, що в кінцевому підсумку стало найбільш значним інституціональним обмеженням для ефективного розвитку корпоративних відносин на етапі сучасних трансформаційних перетворень.

Фрірайдерство (від. англ. *free rider* - безкоштовний проїзд) - прагнення економічних суб'єктів уникнути участі у необхідних актах суспільної взаємодії або оплати за користування певними благами. У корпоративному управлінні фрірайдерство виявляється у прагненні дрібних акціонерів перекласти функції контролю за діями менеджменту на інших осіб.

Абсентеїзм (від лат. *absentis* - відсутність) — ухилення від участі у виборному та управлінському процесі: пасивний протест проти існуючої форми правління, вияв байдужості до виконання громадянських прав та обов'язків. У контексті корпоративного управління проблема поглиблюється тим, що акціонерна власність має риси абсентеїстської (відсутньої), на що вказували Т. Веблен, Й. Шумпетер та інші.

З позицій інституціонального підходу корпоративне управління - це система формальних та неформальних норм, що визначають права власності та механізми реалізації цих прав через різноманітні форми індивідуального та суспільного контролю. З огляду на сутність корпорації як відкритої системи, основне завдання корпоративного управління - нагляд та контроль за діями управлінського персоналу можна вирішити через використання механізмів зовнішнього та внутрішнього контролю. Незважаючи на різноманітність підходів, більшість учених визначають корпоративне управління як інститут збалансування інтересів зацікавлених груп через механізми узгодження чи протиставлення цілей суб'єктів корпоративного управління [13].

Аналіз наукових робіт останніх років, присвячених корпоративному управлінню, дозволяє виділити три основні теорії корпоративного управління: теорія співучасників (stakeholders theory); агентська теорія (agency theory); теорія порівняльного інституціонального аналізу. Традиційна економічна теорія недостатньо уваги приділяла інституціональному середовищу, у якому діють економічні агенти, що привело до виникнення неінституціоналізму. Трансакційна теорія фірми, розроблена Ф.Найтом, Р.Коузом, А.Алчіаном, Г.Демсецем, У.Меклінгом, М.Дженсеном, О.Уільямсоном, С.Гроссманом, Г.Хартмом, Д.Крепсом. Реалістичний аналіз взаємодії між переслідуючими власні інтереси людьми в рамках і з приводу інститутів зв'язаний з вирішенням і розподільних конфліктів, і проблеми координації (планів, очікувань, дій) за умови, що дійові особи обмежено раціональні і, принаймні, частка з них в міру можливості поводитиметься опортуністично (тобто проявляють не патологічний опортунізм, а по обставинах) [14, с. 27].

Автори в своїх роботах висувають дві гіпотези виникнення концентрації: якщо об'єднання функцій управління і контролю ефективно в рамках декількох агентів - то так само ефективно, щоб ці агенти несли залишковий ризик; відділення функцій управління від агентів, які несуть залишковий ризик, робить необхідним розділення функцій управління і контролю [15, с. 87]. Розглядаються дві ситуації. Перша - з неповнотою інформації: для організації вигідно зосередити на інформованих агентах функції управління і контролю, але оскільки велика вірогідність опортуністичної поведінки з їх боку, на них також перекладається залишковий ризик, що веде до концентрації. Друга - з повною інформацією: при цьому із-за вигод від спеціалізації менеджерів відбувається відділення функції управління від агентів, які несуть залишковий ризик, а питання ефективного контролю вирішується двома способами: делегування повноважень раді директорів або концентрація власності.

Структура власності має неоднозначний вплив на ефективність діяльності корпорацій. З одного боку, частка власного капіталу в руках менеджменту компанії і крупних акціонерів - приватних осіб приводить до підвищення інвестиційної активності, що може пояснюватися орієнтирами на довгострокові доходи з боку менеджменту і акціонерів - приватних осіб. Друге пояснення може бути знайдене в тому, що більшість топ-менеджерів, а також крупних власників - приватних осіб зацікавлені в подальшому розвитку компанії і зростанні її вартості [16, с. 54]. З іншого боку, існують емпіричні докази того, що концентрація власності, виміряна показником акцій в руках найбільшого акціонера, робить значний негативний вплив на ефективність діяльності компанії.

Відповідно до сучасної інституціональної теорії суспільні інститути грають вирішальну роль в поясненні економічних явищ. Інститути - це правила гри, які склалися у товаристві, формальні і неформальні, а організації - це об'єднання людей з метою досягнення певної мети. Найважливішими атрибутами інституту акціонерної власності є: кількість емітованих товариством акцій, кількість акціонерів і частка акціонерного капіталу, що припадає на одного акціонера. Структура акціонерної власності може набувати значення концентрованої, розпорошеної та змішаної полярної [17, с. 219]. Для вітчизняної промисловості виділяють чотири типи корпоративного контролю: концентрована власність інсайдерів (модель приватної компанії), концентрована власність інсайдерів як групи менеджерів (модель кооперативу менеджерів), концентрована зовнішня власність і розпорошена зовнішня власність [18, с. 7].

Відносини власності, окрім структури, визначаються життєвим циклом акціонерного товариства. У момент його створення відбувається специфікація (встановлення) прав власності, визначається номінальна ціна акцій. Протягом існування акціонерного товариства ціна акцій змінюється і встановлюється залежно від угоди між учасниками операції. У будь-який момент часу кожен акціонер має декілька альтернатив: продати свій пакет акцій іншому акціонеру даного товариства або зовнішньому інвесторові; купити пакет акцій у іншого акціонера даного товариства; відмовитися від укладання угод. Привабливість операції оцінюється відношенням величини прибутку, отриманого від угоди, до величини трансакційних витрат. З економічної точки зору ця величина є рентабельністю обміну правами власності. Чим вона більше, тим ефективніше здійснюється сам обмін. У завершальний момент існування ціна акції визначається через вартість ліквідації товариства.

Сучасні теорії, засновані на поведінкових фінансах, які бурхливо розвивалися в кінці XX - початку XXI століття, дозволяють по-новому поглянути на пояснення причин популярності трансформацій компанії відкритого типу в компанії закритого типу, що мали місце в США в 80-і роки XX ст. у вигляді LBO (Leveraged buyout - викуп акцій компанії з залученням великих об'ємів боргового фінансування) [19, с. 94]. Протягом останнього часу розвивається науковий напрям, що називається «психологією натопу», і обговорюється можливість застосування ідей, розроблених в його рамках, для пояснення феномену стадної поведінки на фінансових ринках, виникнення фінансових бульбашок тощо [20, с. 75].

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі.

1. Акціонерні товариства є похідними від ринку акцій і виникли пізніше фондового ринку. Акція виникла як товар, основною характеристикою, споживчою вартістю якого була здатність приносити дохід, так що даний товар повною мірою відповідає терміну «товар-капітал», а ринок, на якому він звертався, - терміну «ринок капіталів». Становлення акціонерного капіталу, яке розпочалося у XVI ст., було суперечливим і супроводжувалося як державною підтримкою, так і категоричним запереченням через негативні прояви. Ефективне функціонування акціонерного товариства потребує докладного регулювання вимог до засновків, видів акцій, форм внесків, прав акціонерів, органів управління і розкриття інформації. Важливим є узгодження спеціальних законів, які регламентують діяльність акціонерних товариств, та їх внутрішніх регламентів. Актуальною проблемою сучасності є добровільне прийняття акціонерними товариствами України Принципів корпоративного управління і розробка на їх основі власних кодексів.

2. Становлення і розвиток акціонерного підприємництва в Україні відбувалося досить швидкими темпами у другій половині XIX - на початку XX ст. у зв'язку із її інтеграцією у європейські фінансові ринки. Характерними особливостями цього процесу були висока концентрація капіталу, монополізм, участь іноземних інвесторів, особливо у гірничо-металургійній промисловості. Формою акціонерних товариств були картелі, синдикати, трести. Інтеграційні процеси національних економік у світовий економічний простір мають діалектичний вплив на міжнародний ринок. З одного боку, вони змінюють саму світову фінансову систему. Зокрема формування фінансового ринку у постсоціалістичних країнах, у т.ч. і в Україні, на початку 90-их років минулого століття обумовило початок нового етапу її розвитку.

3. Формування наукового напрямку акціонерного підприємства в Україні відбувалося під впливом теоретико-методологічних концепцій, які склалися та розвивалися на Заході у другій половині XIX ст., а також на основі глибокого осмислення національної господарської практики. Трактатування вченими природи акціонерного капіталу на основі врахування вітчизняних українських умов добре корелює з сучасним розумінням акціонерного товариства інституціональною теорією і необхідністю нейтралізації зовнішніх негативних ефектів його функціонування. Акціонерне товариство є організаційно-правовою формою господарювання, яка конкурує з іншими здатністю забезпечувати економію трансакційних витрат.

Перспективами подальших досліджень є адаптація положень інституціональної економічної теорії до вітчизняних умов.

Література.

1. Кудин С.І. Акціонерна власність в умовах ринкової трансформації економіки України: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.01.01 [Текст] / С.І. Кудин; Львів. нац. ун-т ім. І.Франка. - Ль., 2003. - 22 с.
2. Croot Tom L.C.M. The influence of Financial Markets and Corporate Governance R&D Policy of Dutch companies [Electronic resource] / Tom L.C.M. Croot // Research Memorandum 1997-47. - Vrije Universiteit Amsterdam, 1997. - 40 p. - The mode of access: <<http://dare.uvu.vu.nl/handle/1871/1407>>
3. Розинка О. Фондовий ринок: генезис економіко-правових засад [Текст] / О. Розинка // Банківська справа. - 2006. - №2. - С. 73-82.
4. Тараш Л.І. Економічний зміст і механізм реалізації акціонерної власності [Електронний ресурс] / Л.І. Тараш // Економічні науки. - Сер.: Економічна теорія та економічна історія. - 2008. - Вип. 5, ч.2. - Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/en_etei/2008_5_2/zbirnik_ETEL_08_2_217.pdf>
5. Криничанский К.В. Эволюция ассоциированных форм предприятий и института акции. Опыт торговой отрасли X-XVIII века [Текст] / К.В. Криничанский // Корпоративные финансы. - 2008. - №2(6). - С. 24-39.
6. Кудласевич О.М. До проблеми правового забезпечення розвитку вітчизняного підприємництва в Україні у другій половині XIX - початку XX ст. [Текст] / О.М. Кудласевич // Історія нар. госп-ва та екон. думки України. - 2009. - Вип. 42. - С. 111-122.
7. Гордіца К.А. Критика марксистської концепції суспільного розвитку в працях українських економістів кінця XIX - початку XX ст.: теорія концентрації й централізації виробництва та капіталу [Текст] / К.А. Гордіца // Історія нар. госп-ва та екон. думки України. - 2009. - Вип. 42. - С. 57-69.
8. Кудласевич О. Проблеми становлення підприємництва в українській економічній літературі другої половини XIX сторіччя [Текст] / О. Кудласевич // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації. - 36 тез - Ч.2. - Тернопіль: Економічна думка. - 2006. - С.400-402.

9. Гайдай Т.В. М.Х. Бунге як теоретик і практик ринкового реформування вітчизняної фінансової системи у другій половині XIX ст. [Текст] / Т.В. Гайдай, В.Я. Кудлак // Банківська справа - 2006.- № 3.- С.13-26.
10. Туган-Барановський М. І. Основи політичної економії - Л.: Видавничий центр Львівського національного університету ім. Івана Франка, 2003. - 627с. - ISBN 966-613-246-X.
11. Петражицкий Л. И. Права добросовестного владельца на доходы с точек зрения догмы и политики гражданского права [Текст] / Л. И. Петражицкий. - М.: Статут, 2002. - 425 с. - ISBN 5-8354-0102-7.
12. Супрун Н.А. Особливості формування елементів корпоративного управління у вітчизняній господарській практиці (20-і роки XX ст.) [Текст] / Н.А. Супрун // Історія нар. госп-ва та екон. думки України. - 2009. - Вип. 42. - С. 74-88.
13. Радєва М. Корпоративне управління – інститут збалансування інтересів зацікавлених корпоративних груп [Електронний ресурс] / М. Радєва // Інституціональний вектор економічного розвитку. – 2008. - Вип. 1 (2). – Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/iver/2008_1_2/chapters/chapter_2/chapter_2_part_12.PDF>
14. Шаститко А. Предметно-методологические особенности новой институциональной экономической теории [Текст] / А. Шаститко // Вопросы экономики.- 2003.- № 1.- С.24-42.
15. Анисникова Д.С. Агентские конфликты и концентрация собственности [Текст] / Д.С. Анисникова, М.А. Бальяникова, О.А. Волотовская // Корпоративные финансы. – 2010. - №2 (14). – С.84-93.
16. Удальцов В.Е. Влияние доли топ-менеджмента в собственном капитале и других нефундаментальных факторов на инвестиционную активность российских компаний [Текст] / В. Е. Удальцов // Корпоративные финансы. – 2007. - №1. – С. 49-63.
17. Довгань Л.С. Інституціональне середовище українських моделей корпоративного управління / Л.С. Довгань, В.Г. Герасимчук, І.П. Малик // Научные труды ДОНТУ. – Сер.: экономическая. – 2006. – Вып. 103-2. – С.214-221.
18. Ружанская Л.С. Концентрация собственности и формирование основных типов контроля в российских компаниях [Текст] / Л. С. Ружанская // Корпоративные финансы. – 2008. - №1(5). – С. 5-11.
19. Романов К.И. Эффективность трансформации компаний открытого типа в компании закрытого типа на развитых рынках капитала: обзор исследований [Текст] / К.И. Романов // Корпоративные финансы. – 2008. - №2(6). – С. 92-109.
20. Чиркова Е.В. Психологические теории группового поведения и их применимость для объяснения стадного поведения на финансовых рынках [Текст] / Е.В. Чиркова // Корпоративные финансы. – 2010. - №1(13). – С. 72-83.

References.

1. Kudin S.I. (2003), *Aksionerna vlasnist' v umovakh rynkovoi transformatsii ekonomiky Ukrainy* [Stock ownership in a market economy transformation Ukraine], L'viv. nats. un-t im. I.Franka, Lviv, Ukraine.
2. Croot Tom L.C.M. (1997), The influence of Financial Markets and Corporate Governance R&D Policy of Dutch companies, *Research Memorandum 1997-47*, Vrije Universiteit Amsterdam, Netherlands.
3. Rozyńska O. (2006), "Stock market: the genesis of the economic and legal framework", *Bankiv'ska sprava*, No. 2, pp. 73-82.
4. Tarash L.I. (2008), "The economic content and mechanisms shareholding", *Ekonomichni nauky*, 2008, No. 5, vol. 2.
5. Krinichanskij K.V. (2008), "The evolution of forms associated enterprises and institute the action. Experience industry trade century X-XVIII", *Korporativnye finansy*, No. 2(6), pp. 24-39.
6. Kudlasevych O.M. (2009), "The problem of legal support of domestic business in Ukraine in the second half of XIX - early XX century", *Istoriia nar. hosp-va ta ekon. dumky Ukrainy*, No. 42, pp.111-122.
7. Horditsa K.A. (2009), "Criticism of the Marxist concept of social development in the works of Ukrainian economists late XIX - early XX century: Theory concentration and centralization of production and capital", *Istoriia nar. hosp-va ta ekon. dumky Ukrainy*, No. 42, pp. 57-69.
8. Kudlasevych O. (2006), *Problemy stanovlennia pidpriemnytstva v ukrains'kij ekonomichnij literaturi druhoi polovyny XIX storichchia* [Problems of business in Ukrainian economic literature of the second half of the XIX century], *Ekonomichna dumka*, Ternopil, Ukraine, pp. C.400-402.
9. Hajdaj T.V. and Kudlak V.Ya. (2003), "M.H. Bunge as a theoretician and practitioner of market reform domestic financial system in the second half XIX century", *Bankiv'ska sprava*, No. 3, pp.13-26.
10. Tuhан-Baranovskij M. I. (2003), *Osnovy politychnoi ekonomii* [Fundamentals of Political Economy], Vydavnychij tsentr L'vivskoho natsional'noho universytetu im. Ivana Franka, Lviv, Ukraine.
11. Petrazhickij L. I. (2002), *Prava dobrosovestnogo vladel'ca na dohody s toček zrenija dogmy i politiki grazhdanskogo prava* [Bona fide owner of the income from the point of view of dogma and politics of civil law], Statut, Moscow, Russia.
12. Suprun N.A. (2009), "Features of formation of elements of corporate governance in the domestic business practices (20 years XX century)", *Istoriia nar. hosp-va ta ekon. dumky Ukrainy*, No. 42, pp. 74-88.
13. Radieva M. (2008), "Corporate governance - balancing the interests of the institution concerned corporate groups", *Instytutsional'nyj vektor ekonomichnoho rozvytku*, No. 1(2).
14. Shastytko A. (2003), "Subject-methodological Features Novaya Institution ekonomycheskoy theory", *Voprosy jekonomiki*, No. 1, pp.24-42.
15. Anysynkova D.S., Baliasnykova M.A. and Volotovskaia O.A. (2010), "Agency conflicts and concentration of ownership", *Korporativnye finansy*, No. 2 (14), pp.84-93.
16. Udalcov V.E. (2007), "Effect of share of top management in equity and other non-fundamental factors on the investment activity of Russian companies", *Korporativnye finansy*, No. 1, pp. 49-63.
17. Dovhan' L.Ye., Herasymchuk V.H., Malyk I.P. (2006), "Ukrainian institutional environment of corporate governance models", *Nauchnye trudy DonNTU*, No. 103-2, pp. 214-221.
18. Ruzhanskaja L.S. (2008), "Concentration of ownership and the formation of the main types of control in Russian companies", *Korporativnye finansy*, No. №1(5), pp. 5-11.
19. Romanov K.I. (2008), "The effectiveness of the transformation of public companies in the company of a closed type in the developed capital markets: an overview of research", *Korporativnye finansy*, No. 2(6), pp. 92-109.
20. Chirkova E.V. (2010), Psychological theory of group behavior and their applicability to explain the herd behavior in financial markets, *Korporativnye finansy*, No. 1 (13), pp. 72-83.

Стаття надійшла до редакції 18.09.2015р.



ТОВ "ДКС Центр"