

УДК 330.35:658.014.1

Головіна Я.С.

ВПЛИВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ НА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ

Проведено комплексний аналіз теоретичних та емпіричних досліджень взаємозв'язку між корпоративним управлінням та економічним зростанням. Визначено основні напрямки та фактори впливу корпоративного управління на економічне зростання через механізми підвищення економічної ефективності.

Ключові слова: корпоративне управління, економічне зростання, економічна ефективність.

The article lights up complex analysis of theoretical and empirical researches of a correlation between corporate governance and economic growth. The main directions and factors of the corporate governance impact on the economic growth are defined through the mechanisms of increasing of economic efficiency.

Keywords: corporate governance, economic growth, economic efficiency.

В сучасній економічній науці та практиці державної економічної політики центральне місце займають проблеми економічного зростання та нерівномірного розвитку країн. В зв'язку із підвищенням ролі корпоративного та фінансового сектору в економіці, для країн, що розвиваються, першочерговими завданнями являються заходи, направлені на інтенсивний розвиток фондового ринку та стимулювання приватних інвестицій. В даному аспекті все більш актуальними стають питання впровадження кращої практики корпоративного управління. Як доводить досвід розвинених країн, належне корпоративне управління підвищує інвестиційну привабливість та приводить до зростання ринкової капіталізації корпорацій, що забезпечує позитивний ефект в масштабі макроекономіки. Тому, гостро актуальним являється дослідження зв'язку корпоративного управління із економічним зростанням.

В економічній теорії дослідженню факторів економічного зростання на прикладі різних країн та в порівняльному аналізі присвячені роботи Р.Солоу [1], Е.Денісона [2], Р.Лукаса [3], П.Ромера [4], Р.Барро [5], П.Мауро [6] та ін. Значний внесок у розвиток інституційних характеристик економічного росту зробили праці Д.Норта [7] та О.Уільямсона [8]. Серія досліджень Р.Ла Порти [9], Е.Глезера [10], С.Джонсона [11], С.Славової [12] та ін. присвячена взаємозв'язку особливостей розвитку правових систем, фінансових ринків та економічного зростання різних країн в контексті із проблемами корпоративного управління. Суттєве значення мають праці Р.Ентова та О.Радигіна [13], в яких досліджується вплив інституційних змін на економічне зростання російської економіки. Центральну увагу вчені приділяють проблемам впливу результатів приватизації на ефективність національної моделі корпоративного управління.

Різні аспекти корпоративного управління за останні роки стали предметом багатьох теоретичних та практичних розробок. Актуалізація досліджень пов'язана із зростанням інтересу міжнародних організацій та національних урядів, інвесторів, представників бізнесу до ролі корпоративного управління в підвищенні економічної ефективності діяльності корпорацій та урегулюванні відносин корпорацій з іншими заінтересованими сторонами (стейкхолдерами). Теорії корпоративного управління присвячені фундаментальні роботи А.Берлі та Дж.Мінза [14], М.Йенсена та У.Меклінга [15], Е.Фрімена [16], А.Демба та Ф.Нойбауера [17], Принципи корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) [18], а також ряд стандартів та кодексів інших міжнародних та національних установ. Значимий внесок несуть чисельні макроекономічні та мікроекономічні емпіричні дослідження ефективності тих чи інших елементів корпоративного управління. До недавнього часу коло таких досліджень обмежувалося

працями зарубіжних вчених, які присвячені проблемам розвинених країн. Сьогодні набули актуальності дослідження корпоративного управління в країнах, що розвиваються, що проводяться міжнародними організаціями та консультативними агентствами.

Однак, незважаючи на велику кількість теоретичних та емпіричних праць, недостатньо дослідженими остаються наступні питання. По-перше, в дослідженнях корпоративного управління переважає мікроекономічний підхід. Роботи, в основному, сфокусовані на внутрішніх проблемах в корпорації внаслідок особливостей взаємовідносин акціонерів та менеджерів. Недостатньо вивченими залишаються питання впливу моделі корпоративного управління, що формується, на розвиток корпоративного сектору та економіки в цілому. Це, в першу чергу, стосується країн, що розвиваються, та країн пострадянського простору. По-друге, кількість макроекономічних емпіричних досліджень корпоративного управління відносно невелика. Більшість даних досліджень присвячена якісним характеристикам взаємозв'язку корпоративного управління з економічною ефективністю. При цьому кількісний аналіз використовується в недостатній мірі. Суттєвим обмеженням емпіричних досліджень на прикладі країн, що розвиваються, являється характерний для таких країн низький рівень інформаційної прозорості.

В кінцевому результаті недослідженим залишається питання, яким чином заходи щодо вдосконалення корпоративного управління в країнах, що розвиваються, можуть забезпечити економічне зростання.

При написанні даної статті автором поставлено за мету провести комплексний аналіз теоретичних та емпіричних досліджень в контексті взаємозв'язку між корпоративним управлінням та економічним зростанням та визначити основні напрямки і фактори впливу корпоративного управління на економічне зростання.

В дослідженнях джерел економічного зростання мейнстрим економічної теорії оперує факторами виробництва реальної економіки. Неокласична модель зростання Р.Солоу визначає три фактори виробництва – капітал, труд та рівень розвитку технологій [1]. При цьому серед джерел зростання ведуча роль належить накопиченню капіталу. Однак, макроекономічний емпіричний аналіз не тільки ставить під сумнів тезис про домінування накопичення капіталу як джерела росту, але й приводить до висновків щодо впливу на зростання цілого ряду інших факторів. Так, наприклад, Е.Денісон розробив класифікацію 23 факторів економічного зростання, що включає: 4 фактори, що відносяться до труду; 4 фактори, що відносяться до капіталу; 1 фактор – земля; 14 факторів, які характеризують рівень науково-технічного прогресу [2]. Значний внесок представляють моделі ендогенного зростання та технічного прогресу Р.Лукаса та П.Ромера [3; 4]. На їх основі розвинулись подальші розробки моделей росту та неекономічних детермінант („соціальний капітал”, демократія, рівень економічних прав та свобод та ін.). Р.Барро та П.Мауро проводять дослідження впливу на економічне зростання політичних змінних (індекс демократії, індекс дотримання законів, корупція) [5; 6]. З позицій представників неоінституціональної теорії Д.Норта та О.Уільямсона, інституційні зміни (насамперед, зміни інституту приватної власності) обумовлюють ріст продуктивності, тому є більш глибокими, фундаментальними джерелами економічного зростання [7; 8]. На думку Р.Ентова та О.Радигіна, підходи представників мейнстриму та інституціоналістів зближуються в напрямку пошуку інституційних характеристик економічного зростання [13, с.17]. Таким чином, основними тенденціями розвитку сучасної теорії економічного зростання являються: по-перше, значна деталізація виробничих (економічних) факторів економічного зростання та розширення їх переліку; по-друге, включення в дослідження та зростання кількості робіт, присвячених факторам, що характеризують соціально-політичні відносини суспільства.

В економічній теорії, починаючи з публікації роботи А.Берлі та Дж.Мінза „Сучасна корпорація та приватна власність” (1932) [14], окремого напрямку дослідження набувають економічні та соціально-психологічні відносини між власниками та менеджерами корпорації, а також іншими учасниками, що прямо чи опосередковано беруть участь в її управлінні. Дослідження даного напрямку формують теорію корпоративного управління, концептуальну основу якої складають роботи, перш за все, зарубіжних економістів А.Берлі та Дж.Мінза [14], М.Йенсена та У.Меклінга [15], Е.Фрімена [16], А.Демба та Ф.Нойбауера [17] та ін. В центрі даної теорії поставлені проблеми, що витікають із факту відокремлення процесів володіння та управління в корпорації та є фундаментальними чинниками впливу на ефективність її функціонування.

Теорія корпоративного управління представлена рядом концепцій, що відрізняються цільовими акцентами та не мають спільної термінології. Так, головною проблемою найбільш поширеної агентської теорії являється протиріччя інтересів менеджерів (агентів) та акціонерів (принципалів), що проявляються у безмежному прагненні агентів до задоволення особистих інтересів за рахунок корпорації та принципалів. Інша концепція – теорія стейкхолдерів (заінтересованих сторін) – акцентує проблему на залежності діяльності корпорації від більш широкого кола заінтересованих сторін – акціонерів, менеджерів, кредиторів, клієнтів, персоналу та ін. Теорія обґрунтовує необхідність формування корпоративної стратегії із урахуванням інтересів усіх стейкхолдерів. У відповідь на посилення ролі великих корпорацій в економіці поширився соціально-орієнтований підхід до корпоративного управління. Так, Дж. Уорті та Р.Нейшел вважають, що корпоративне управління повинно забезпечувати взаємозв'язок корпорації з інституційним середовищем, в якому вона функціонує [17, с.36]. На думку автору, найбільш точно та системно визначає сутність корпоративного управління ОЕСР: „Одним із ключових елементів для підвищення економічної ефективності є система корпоративного управління, яка включає комплекс відносин між правлінням (менеджментом, адміністрацією) компанії, її радою директорів (спостережною радою), акціонерами та іншими заінтересованими сторонами (стейкхолдерами). Корпоративне управління також визначає механізми, за допомогою яких формулюються цілі компанії, визначаються засоби їх досягнення і контролю над її діяльністю. Належна система корпоративного управління повинна створювати стимули для того, щоб рада директорів та правління прагнули до досягнення цілей, що відповідають інтересам компанії і акціонерів, а також полегшувати ефективний моніторинг їх діяльності, тим самим підштовхуючи фірми до більш ефективного використання ресурсів” [18, с.9].

Отже, належна система корпоративного управління відповідає за досягнення двох головних цілей на рівні корпорацій: 1) економічна ефективність; 2) захист та узгодження інтересів стейкхолдерів. Головним критерієм ефективності є прибуток. Ефективна діяльність корпорацій сприяє росту капітальних інвестицій, податкових платежів, забезпечує зайнятість персоналу, тобто в сумарному ефекті направлена на вирішення цілей суспільства та держави – економічного зростання та соціальної справедливості. Тому, в теорії та практиці макроекономіки корпоративне управління треба розглядати як важливий фактор економічного зростання, який відповідає за урегулювання економічних та соціально-політичних відносин головних заінтересованих сторін – акціонерів, корпорації та суспільства - в напрямку підвищення економічної ефективності.

Взаємозв'язок корпоративного управління та економічного зростання передається через механізми підвищення ефективності використання ресурсів корпорації. Першим (визначальним) напрямком впливу корпоративного управління на економічне зростання є ефективність інвестованого капіталу. Корпоративне управління, в першу чергу, направлене забезпечення виконання фінансових показників: прибутку та рентабельності інвестицій. В

довгостроковій перспективі результатами належного корпоративного управління є зростання ринкової капіталізації та можливості залучення значного обсягу інвестицій з метою сталого прибуткового розвитку.

Дослідження впливу корпоративного управління на фінансові показники діяльності корпорацій на рівні розвинутих країн та в порівняльному аналізі різних країн вивчені в роботах Р.Морка, А.Шлейфера та Р.Вішни [19], Л.Ф.Клаппер та І.Лав [20], А.Андерсон та П.Гупти [21] та ін. Результати досліджень доводять як прямий, так і зворотний причинно-наслідковий зв'язок. В роботі Б.Блека визначена статистично значима кореляція між рейтингами корпоративного управління Standard&Poog's та рівнем ринкової капіталізації російських компаній [22]. При інвестуванні в компанії країн, що розвиваються, інвестори оцінюють якість корпоративного управління на рівні фінансових показників. Дане ствердження підтверджують результати опитування міжнародної консалтингової компанії McKinsey & Company:

- 75% опитуваних інвесторів надають практиці функціонування ради директорів не менше значення, ніж фінансовим показникам компанії;

- більш 80% опитуваних інвесторів при рівних фінансових показниках двох компаній заплатять більше за акції компанії з гарним корпоративним управлінням [23].

В більшості макроекономічних досліджень в рамках порівняльного аналізу розвинених країн та країн, що розвиваються, зафіксовані наступні основні висновки:

1. Компанії в країнах із більш високим середнім рівнем якості корпоративного управління демонструють більш високі показники фінансової ефективності.

2. Правова система, якість механізмів примусу до виконання контрактів, політичний режим та рівень розвитку економіки – значимі модератори взаємозв'язку між якістю корпоративного управління та фінансовою ефективністю.

3. В країнах з більш низьким рівнем захисту прав інвесторів та акціонерів вплив якості корпоративного управління на показники фінансової ефективності сильніший, тобто корпоративне управління до відомих меж компенсує слабкість національних законодавчих та правозастосовних інститутів [24, с.65].

Мета-аналіз А.Гізатулліна щодо взаємозв'язку корпоративного управління із фінансовою ефективністю (вибірка включає 189 статей за дослідженнями 52 країн у період 1990 – 2005 роки) привів до наступного результату. В країнах, що розвиваються, рівень впливу корпоративного управління на фінансову ефективність значно вищий, ніж у розвинених країнах. Автор пояснює: „Корпоративне управління виступає в якості додатку корпоративного права, на яке пред'являють попит інвестори, частково компенсує слабкість національних інститутів та непрозорість економіки, а також служить інструментом легітимізації прав фінансових інвесторів” [24, с.71].

Другим напрямком впливу корпоративного управління на економічне зростання є ефективність використання людських ресурсів, а саме управлінських рішень. Високі фінансові показники досягаються тільки за умови прибутково-орієнтованої системи контролю за всіма ланками управлінської діяльності. Безпосередніми виконавцями корпоративних цілей являються наглядова рада та топ-менеджмент. Ефективне управління та контроль з боку членів наглядової ради підвищує орієнтацію та ефективність рішень топ-менеджерів в напрямку сталого прибуткового розвитку корпорації.

В даному аспекті суттєву значимість мають дослідження взаємозв'язку показників діяльності рад директорів, структури власності та фінансової ефективності корпорацій. В рамках агентської теорії значну увагу приділяють складу та структурі рад директорів як фактору, що контролює агентські витрати. Даному напрямку досліджень присвячені роботи Д.Єрмака [25], Т.Ейзинберга, С.Сундгрена та М.Велса [26], Ч.Віера, Д.Ліанга та Ф.Макнайта

[27] та ін. Однак, результати досліджень мають протиріччя. Так наприклад, Ч.Вієр, Д.Ліанг та Ф.Макнайт прийшли до висновків, що зростання кількості незалежних директорів негативно впливає на показник Q Тобіна, а загальна кількість членів ради директорів – позитивно [27].

Велика кількість робіт присвячена взаємозв'язкам між частками акцій корпорації, що належать різним стейкхолдерам, та показниками діяльності корпорації. Так, дослідження Р.Морка, А.Шлейфера та Р.Вішни довели, що між кількістю акцій, що належать менеджерам, та фінансовими показниками корпорації існує статистично значима нелінійна залежність. Послідуючі роботи різних авторів щодо залежності даних змінних приводять до протилежних висновків [19].

Аналогічні дослідження в країнах, що розвиваються, відрізняються іншими пріоритетами в оцінці тих чи інших елементів внаслідок слаборозвиненої практики корпоративного управління. Так, А.Верніков в дослідженні корпоративного управління в російських банках приходять до висновку об'єктивно менш затребуваної функціональності рад директорів у подоланні агентської проблеми безконтрольності менеджменту. На його думку, безпосередню участь акціонерів в управлінні належними їм банками зумовлено необхідністю контролю над ними в умовах нерозвиненості суспільних інститутів, що забезпечують ефективний захист прав власності. Участь крупного акціонера в управлінні генерує серйозний конфлікт інтересів [28, с.51-58]. Емпіричні дослідження І.Івашковської та А.Степанової, проведені на прикладі російських нефінансових компаній, приводять до інших висновків. На їхню думку, участь крупного акціонера в управлінні корпорацією дозволяє сфокусувати інтереси менеджменту та акціонерів і таким чином знизити агентські витрати. Отже, зростання концентрації власності в руках акціонерів, що безпосередньо беруть участь в корпоративному управлінні, позитивно впливає на ефективність діяльності корпорації. Гіпотеза про позитивний вплив стратегічно орієнтованих рад директорів на ефективність виконання корпоративної стратегії не підтвердилася. Автори роблять висновок, що ради директорів середніх компаній поки не фокусують діяльність на забезпеченні стратегічної ефективності, а займаються побудовою системи корпоративного управління [28, с.63-67].

Відокремлення власності та управління в основі організаційно-правової форми корпорації зумовлює неспівпадіння та конфлікт інтересів стейкхолдерів. Корпоративні конфлікти незалежно від форми реалізації (скриті чи агресивні) порушують існуючі взаємовідносини та взаємозв'язки в процесах управління та реалізації корпоративних цілей. Порушення зв'язку між власністю в корпорації та можливістю одержання економічних вигод від її діяльності приводить до падіння ефективності та відтоку інвестованого капіталу. Тому необхідною передумовою (першопричиною) економічної ефективності та головною метою корпоративного управління є захист та узгодження інтересів стейкхолдерів.

На макроекономічному рівні захист прав власності та контрактних прав являються фундаментальними передумовами (першопричинами) росту капіталовкладень та темпів економічного зростання. Взаємозв'язок розвитку правових систем, корпоративного управління та економічного зростання докладно вивчаються в роботах Р.Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанеса, А.Шлейфера та Р.Вішни [9], Е.Глезера [10], С.Джонсона [11], С.Славової [12] та ін. Суттєву прикладну значимість мають роботи Р.Ентова та О.Радигіна в сфері розробок рекомендацій російської економічної реформи та формування національної моделі корпоративного управління [13]. Результати досліджень приводять до основних висновків. По-перше, правова система визначально важлива для економічного розвитку. Законодавство, що захищає права акціонерів та кредиторів, впливає на темпи економічного зростання через фактори розвитку фінансових ринків. По-друге, правова система являється важливим зовнішнім механізмом корпоративного управління, що компенсує неефективність

внутрішніх механізмів з точки зору реального захисту інвесторів. Країни із слабою правовою системою характеризуються високою концентрацією власності, значними труднощами із зовнішнім фінансуванням, вузькістю фінансових ринків. В таких країнах край необхідне посилення юридичних механізмів захисту для стимулювання інвестицій.

Перехресний аналіз теоретичних та емпіричних досліджень корпоративного управління на прикладі країн, що розвиваються, приводить до наступного висновку. В країнах, що розвиваються (зі слабою правовою системою), корпоративне управління захищає економічні цілі та інтереси крупних акціонерів, які безпосередньо управляють корпораціями. Таким чином корпоративне управління забезпечує певний рівень економічної ефективності та захищає власність в межах інтересів управляючих акціонерів. Однак, за таких обмежених умов чи можна забезпечити високі темпи економічного зростання та розвитку національної економіки?

Довгостроковий прибутковий розвиток корпорації потребує залучення значного обсягу зовнішніх інвестицій. Інвестори готові вкладати капітал тільки за умови позитивної оцінки надійності системи захисту своїх прав. Управляючі акціонери, націлені на довгостроковий розвиток корпорації, повинні усвідомити важливість побудови внутрішньої системи корпоративного управління, що однаково захищає інтереси як управляючих, так і інших стейкхолдерів, які не втручаються в управління. З іншої сторони, зміцнення правової системи являється головною функцією держави. В свою чергу, корпоративне управління повинно забезпечувати фактичне застосування існуючих правових норм.

На основі комплексного аналізу теоретичних підходів та емпіричних досліджень порівняльного корпоративного управління різних країн можна зробити висновок про існуючий зв'язок між корпоративним управлінням та економічним зростанням. Країни із високим рівнем якості корпоративного управління демонструють високі показники економічного зростання. Та навпаки, країни із низьким рівнем корпоративного управління характеризуються низькими показниками економічного росту. Однією із причин „недорозвиненості” таких країн являється низька інвестиційна оцінка корпоративного управління. З іншого боку, підвищення якості корпоративного управління в країнах, що розвиваються, може значимо вплинути на економічне зростання. Тому, дослідження корпоративного управління як фактору економічного зростання являються гостро актуальними для економічної науки та державної політики економічних реформ.

Основними напрямками впливу корпоративного управління на економічне зростання являються підвищення ефективності інвестованого капіталу та управлінських рішень. Спираючись на досвід попередніх досліджень, визначимо фактори корпоративного управління, які забезпечують економічне зростання, та показники їх виміру (табл. 1).

В якості агрегованого показника корпоративного управління можна використовувати рейтинги агентств Standard & Poor's, Moody's та Fitch, а також національних рейтингових агентств. Однак, в даному випадку суттєвим недоліком являється обмежена кількість компаній, що одержали рейтинги. Показниками вкладу корпоративного управління в економічне зростання являються: обсяг інвестицій; ринкова капіталізація корпоративного сектору, окремих галузей економіки; обсяг ринку злиття та поглинання та ін., а також відносні показники в % до ВВП.

Формування ефективної моделі корпоративного управління являється однією з першочергових макроекономічних завдань держави. З метою підвищення економічної ефективності на рівні корпорацій та економічного зростання на макроекономічному рівні цілі корпоративного управління та державного регулювання потрібно зорієнтувати та об'єднати на забезпечення захисту прав та інтересів всіх стейкхолдерів: акціонерів, інвесторів, корпорацій, суспільства.

Таблиця 1

Фактори впливу корпоративного управління на економічне зростання

Фактори	Показники
Структура власності	рівень концентрації власності; розподіл акціонерного капіталу між інсайдерами та аутсайдерами; частка власності, що належить менеджерам
Корпоративна структура	рівень концентрації контролю; склад та структура ради директорів; рівень незалежності ради директорів; професійна кваліфікація членів ради директорів та менеджерів
Оперативне та фінансове управління	операційний прибуток; чистий прибуток; рентабельність капіталу; рентабельність активів
Захист інтересів стейкхолдерів	внутрішня документація із корпоративного управління (корпоративний кодекс); дивідендна політика; показники транспарентності
Доступ до зовнішнього фінансування	рейтинги корпоративного управління міжнародних та національних агентств

Корпоративне управління повинно розвинути в саморегулюючу систему захисту усередині та між корпораціями. Роль державної політики та регулювання полягає в зміцненні правової системи та реформуванні конкурентних механізмів на ринку корпоративного контролю. В даному аспекті залишаються відкритими наступні проблеми. По-перше, заходи державної політики повинні бути незалежними від особистих інтересів чиновників уряду. Фактори поширення корупції, залежності судової системи від уряду, монополізація політичної влади суттєво гальмують процеси реформування ринкових інститутів. По-друге, для крупних стейкхолдерів все менш значимими стають інтереси міноритарних акціонерів та персоналу. Однак, економічна ефективність та конкурентні позиції корпорацій напряду залежать від політики в сфері соціальної відповідальності. Тому, корпоративне управління повинно забезпечувати проведення належних заходів в сфері соціальної відповідальності для гарантування очікувань крупних стейкхолдерів у майбутніх результатах діяльності корпорацій.

Література

1. Solow R. A Contribution to the Theory of Economic Growth / Robert M. Solow // Quarterly Journal of Economics. - 1956. - Vol. 70. - February. - P. 65-94.
2. Денисон Э. Исследование различий в темпах экономического роста / Э. Денисон; пер. с англ. под общ. ред. В.М.Кудрова. - М.: Прогресс, 1971. - 645 с.
3. Lucas R. On the Mechanics of Economic Development / R. Lucas // Journal of Monetary Economics. - 1988. - Vol. 22. - N1, 22, 1 (July). - P. 3-42.
4. Romer P. Endogenous Technological Change / P. Romer // Journal of Political Economy. - 1990. - V. 98. - N 5. Part II. - P. 71-102.
5. Barro R. Determinants of Economic Growth: a Cross-Country Empirical Study [Електронний ресурс] / R. Barro. - Washington: NBER WP. No 5698, 1996. - 118p. - Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w5698.pdf>.
6. Mauro P. Corruption and Growth / P. Mauro // Quarterly Journal of Economics. - 1995. - N 3. - P. 681-712.

7. Норт Д. Институты и экономический рост: историческое введение [Электронный ресурс] / Даглас К.Норт // World Development. – 1989. – Vol. 17. – № 9. – P. 1319 – 1332. – Режим доступа: http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2004/08/04/0000171925/2_1_4north.pdf.
8. Williamson O. The New Institutional Economic: Taking Stock, Looking Ahead / O.Williamson // Journal of economic literature. – 2000. – Vol. 38. – № 3. – P. 595-613.
9. La Porta R. Investor Protection and Corporate Governance / R. La Porta, F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, R.W.Vishny // Journal of Financial Economics. – 2000. – Vol. 58. – № 1-2. – P. 3-28.
10. Glaeser E. Coase vs. The Coasians [Электронный ресурс] / E.Glaeser, S.Johnson, A.Shleiger // Quarterly Journal of Economics. – 2001. – Режим доступа: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/qjecoasepaper.pdf>.
11. Джонсон С. Теорема Коуза и корпоративное управление [Электронный ресурс] / С.Джонсон // Экономическая теория преступлений и наказаний. – 2002. – № 6. – Режим доступа: <http://corruption.rsuh.ru/magazine/6/n6-05.html>.
12. Slavova S. Law and Finance in Transition Economies / S.Slavova. – London: London School of Economics, 1999.
13. Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений [Электронный ресурс] / [Энтов Р., Радыгин А., Межезраупс И., Швецов П.]. – М.: ИЭПП, 2006. – 461 с. – Режим доступа: http://www.iet.ru/files/text/working_papers/101.pdf.
14. Berle A.A. The Modern Corporation and Private Property / A.A.Berle, G.C.Means. – N.Y.:Macmillan, 1932.
15. Jensen M.C. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure / M.C.Jensen, W.H.Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – P. 82-137.
16. Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach / R.E. Freeman. – London: Pitman Publishing, 1984.
17. Демб А., Нойбауер Ф.-Ф. Корпоративне управління: віч-на-віч з парадоксами / А.Демб, Ф.-Ф. Нойбауер. – К.: Основи, 1997. – 302 с.
18. Принципы корпоративного управления ОЭСР [Электронный ресурс] / Организация экономического сотрудничества и развития. – 1999. – 39 с. – Режим доступа: http://www.nccg.ru/site_xp/050055051054124.html.
19. Morck R. Managerial Ownership and Market Valuation / R.Morck, A.Shleifer, R.W.Vishny // Journal of Financial Economics. – 1998. – № 20. – P. 293-315.
20. Klapper L.F., Love I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets / L.F.Klapper, I.Love // Journal of Corporate Finance. – 2004. – Vol. 10 (5). – P. 703-728.
21. Anderson A. A Cross-Country Comparison of Corporate Governance and Firm Performance Nexus: Do Financial Structure and the Legal System of a Country Matter? / A.Anderson, P.P.Gupta // Journal of Contemporary Accounting & Economics. – 1 September 2009.
22. Black B.S. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms / B.S.Black // Emerging Markets Review. – 2001. – № 2. – P. 89—108.
23. Цена корпоративного управления [Электронный ресурс] / [Кумз П., Уотсон М., Кампос К. и др.] // Вестник McKinsey. – 2003. – № 1(3). – Режим доступа: http://www.mckinsey.com/russianquarterly/articles/issue03/02_0103.aspx?tid=21.
24. Гизатуллин А. Корпоративное управление и финансовая эффективность: мета-анализ / А.Гизатуллин // Вопросы экономики. – 2008. – № 10. – с. 62 – 76.
25. Yermack D. Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors / D.Yermack // Journal of Financial Economics. – 1996. – № 40. – P. 185-211.
26. Eisenberg T. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms / T.Eisenberg, S.Sundgren, M.Wells // Journal of Financial Economics. – 1998. – № 48. – P. 35-54.
27. Weir C. Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies / C.Weir, D.Laing, P.J. McKnight // (2002) Journal of Business Finance and Accounting. – 2002. – № 29. – P. 579-611.
28. Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров / Отв. ред. И.В. Ивашковская. – М.: Издательство «Европа», 2008. – 189 с.

Рекомендовано до публікації
д.е.н., проф. Ковальовим А.І. 13.11.2009

Надійшла до редакції
18.11.2009