



Хилуха О. А.

кандидат економічних наук, доцент кафедри економіки та безпеки підприємства, Східноєвропейський національний університет імені Лесі Українки, Луцьк, Україна
oksanalipych@gmail.com

Регулювання інтересів зацікавлених сторін в емерджентному корпоративному управлінні

Анотація. У статті сформовано поняття «емерджентне корпоративне управління» як управління, що являє собою інститут взаємодії між акціонерами та менеджментом корпорації, включаючи наглядову раду, правління, а також ревізійну комісію, іншими зацікавленими особами в умовах емерджентного ринку, за допомогою якого здійснюється керівництво компанією для досягнення цілей корпорації. Досліджено конфлікт інтересів стейкхолдерів, що пов'язаний із відмінними цілями учасників корпоративного управління. Доведено, що для ефективного регулювання розбіжностей цілей доцільно використовувати матрицю регулювання інтересів, котра дозволить збалансувати інтереси учасників корпоративного управління шляхом врахування тих інтересів при розвитку корпорації, які є спільними для пріоритетних груп учасників корпоративного управління.

Ключові слова: корпоративне управління; емерджентне корпоративне управління; мажоритарні акціонери; міноритарні акціонери; менеджери; заінтересовані сторони; матриця регулювання інтересів заінтересованих сторін.

Oksana Khilukha

PhD (Economics), Associate Professor, Lesya Ukrainka Eastern European National University, Lutsk, Ukraine
13 Volia Avenue, Lutsk, 43025, Ukraine

Stakeholders' interests regulation in emergent corporate management

Abstract. *Introduction.* Recent research has documented differences among corporate governance and interest of stakeholders which affects the company's market value. A link between corporate governance and interest of stakeholders has been examined. *Purpose.* The purpose of the research is to determine the essential features of the corporate governance, to investigate and to regulate stakeholders' aims. *Methods.* We have identified the notion of the emergent corporate governance with the use of the method of logical semantics. Further, we have analyzed the stakeholders' interests by applying the method of systems analysis. The forms and methods of regulation of conflicts of interests in corporate governance were determined based on analysis, synthesis and classification methods. *Results.* In this paper, we have defined emergent corporate governance, as well as an interaction system between shareholders and management of the corporation. This system essentially involves balancing the interests of the board directors, audit commission and other stakeholders in the emergent environment. We have examined the stakeholders' conflicts of interest which appear because of the difference in goals of the corporate management members. *Conclusions.* We have decided to use a coordination of interests' matrix that will balance the interests of participants in corporate governance. The matrix considered the interests of stakeholders that are common for priority groups of stakeholders to enable the development of the organization.

Keywords: Corporate Governance; Emergent Corporate Governance; Stakeholders; Matrix of Interest Coordination

JEL Classification: G 34; D 74

Хилуха О. А.

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и безопасности предприятия, Восточноукраинский национальный университет имени Лесы Украинки, Луцк, Украина

Регулирование интересов заинтересованных сторон в корпоративном управлении

Аннотация. В статье сформировано понятие «эмерджентное корпоративное управление», как корпоративное управление, что представляет собой систему взаимодействия между акционерами и менеджментом компании, включая наблюдательный совет, правление, а также ревизионную комиссию, другими заинтересованными лицами в условиях эмерджентного рынка, с помощью которого менеджерами компании осуществляется руководство для достижения целей компании. Исследован конфликт интересов стейкхолдеров, связанный с отличными целями участников корпоративного управления. Установлено, что для эффективного регулирования разногласий в целях заинтересованных сторон необходимо использовать матрицу регулирования их интересов, что позволит сбалансировать интересы участников путем учета тех интересов при развитии корпорации, которые являются общими для приоритетных групп участников.

Ключевые слова: корпоративное управление; эмерджентное корпоративное управление; заинтересованные стороны; мажоритарные акционеры; миноритарные акционеры; менеджеры; матрица регулирования интересов заинтересованных сторон.

1. Постановка проблеми. Глобалізація світового господарства потребує утворення вітчизняних корпорацій, що матимуть можливість випускати якісну продукцію, задовольняти потреби споживачів, протистояти мінливому зовнішньому середовищу та конкурувати на міжнародних ринках.

Теорія і практика розвитку корпоративних утворень указує на складність, поліструктурність та невизначеність взаємовідносин між власниками, які представляють власні інтереси на загальних зборах акціонерів, менеджерами, що безпосередньо здійснюють управління корпорацією, персоналом, інвесторами, державою, а також

іншими зацікавленими особами, котрі беруть участь у функціонуванні та розвитку корпорацій. Саме тому корпоративне управління як інструмент впливу на такі інтереси має балансувати їх або шукати компромісні рішення для розв'язання розбіжностей, що виникають.

2. Аналіз останніх досліджень і публікацій. Фундаторами дослідження проблематики корпоративного управління є роботи А. Белла і Дж. Мінза (Berle; Means, 1932) [1]. Також дослідження питань, які мають відношення до окремої проблематики, знайшло своє продовження у наукових доробках Блеїра М. (Blair, 1995) [2], Харта О. (Hart, 1995) [3], А. Шлейфе та Р. Вішни (Shleifer; Vishny, 1997) [4],

І. Велентжеза та Броні Дж. (Velentzas; Broni, 2010) [5] та ін. Оскільки економіка та управління вітчизняними корпораціями ґрунтуються на особистих контактах заінтересованих осіб, монополізмі акціонерного капіталу, то сліпе наслідування таких теорій приречене на викривлення кінцевих результатів управління.

Серед вітчизняних науковців, корпоративним управлінням займалися Г. В. Астапова [6], А. М. Єрмошенко [7], Т. В. Момот [8], Г. В. Назарова [9], А. Є. Попова [10], та ін. Проте вони не мають єдиної думки щодо характеристик, які б відображали сутнісні особливості корпоративного управління українських підприємств. Також існує потреба в поглибленому розумінні розбіжностей в інтересах заінтересованих осіб корпоративного управління в умовах розвитку вітчизняної економіки, а також регулювання цих розбіжностей. Означене актуалізує тему дослідження та відповідним чином окреслює мету і завдання.

3. Мета статті – визначити сутнісні ознаки корпоративного управління та на їх основі дослідити напрями регулювання інтересів зацікавлених сторін у корпоративному управлінні в умовах розвитку національної економіки.

4. Основні результати дослідження. Сучасний етап еволюції корпоративного управління характеризується потребою його формування з урахуванням особливостей розвитку вітчизняної емерджентної економіки.

Відповідно до «Великого тлумачного словника української мови» емерджентність – це властивість системи, яка виникає при взаємодії особливостей її елементів, нехарактерних її підсистемам і блокам: мінливість, стохастичність, складність, прогнозування [11].

Поняття «емерджентний ринок» (emerging market) було створено в 1981 році Антуаном Ваном У. Агтімелем (Antoine W. Van Agtmael, 1981), поширене Міжнародною фінансовою корпорацією Світового банку й визначене як національний ринок, що розвивається в економіці із соціальною та діловою активністю організацій у процесі їх швидкого зростання та індустріалізації. [12].

Згідно теорії Агтімелема вітчизняний ринок вважаємо емерджентним. Для національного ринку характерна нестабільність соціально-економічного становища держави, що призводить до згортання іноземними компаніями інвестиційних планів або перенесення термінів їх реалізації на майбутній період, а отже зниження інвестиційної привабливості українських корпорацій [13]. Цей фактор частково нівелюється отриманням допомоги і від великих країн-донорів і/або світових організацій, таких як Світовий банк і Міжнародний валютний фонд.

Вітчизняний ринок також характеризується зміною в пріоритетах господарювання: від діяльності, основою якої є матеріальні активи, до моделі економічного зростання, що ґрунтується на використанні людського інтелекту та нематеріального складника. Інтелектуальний капітал, як комерціалізований результат знань стає основним важелем економічної результативності суб'єктів підприємницької діяльності, створює додаткові переваги в технології, техніці, виробництві, дає можливість збільшувати сегмент ринку, отримувати унікальні конкурентні переваги. Проте неефективне управління ним не дозволяє комплексно розвивати всі напрями інтелектуальної діяльності та максимізувати ринкову вартість підприємства в довгостроковому періоді [14; 15; 16].

Впровадження розширених програм економічних реформ є наступною особливістю вітчизняного національного ринку. Вони з одного боку призводять до зростання загальнонаціональних економічних показників, а отже й показників корпорації, прозорості та ефективності ринку капіталу. Проте з другого боку компанії змушені постійно адаптувати свою діяльність до нових вимог, які не завжди сприяють їхньому розвитку, оскільки реформи, непристосовані до особливостей емерджентної економіки, а часто носять характер сліпого наслідування положень розвинутих країн.

Більшість корпоративних менеджерів, інвесторів та науковців, трактують корпоративне управління як систему нормативних положень, які визначають реалізацію технології розвитку організації через управління взаємовідносинами менеджерів та акціонерів [1; 2; 5]. Недоліком цього трактування є вузька направленість поняття, оскільки у ньому увага акцентується лише на внутрішній структурі і процесі прийняття рішення в компанії.

На думку авторів Фрімана, Дональдсона, Престона та Леца (Freeman, 1984; Donaldson, & Preston, 1995; Letza, 2004) корпоративне управління слід розглядати як систему взаємин і взаємодій, що відображає інтереси органів управління компанії, акціонерів і зацікавлених осіб та спрямована на зростання капіталізації компанії та отримання максимального прибутку від усіх видів діяльності [18; 19; 20].

Дослідимо стан корпоративного управління на прикладі вітчизняних акціонерних товариств у 2009–2013 роках. Станом на кінець 2014 року кількість акціонерних товариств становила 22852, тоді як у 2013 році їх кількість становила 24493 [21]. Протягом досліджуваних років спостерігаємо зменшення кількості акціонерних товариств, що пов'язано з важкістю ведення такої форми бізнесу, а також складністю регулювання інтересів зацікавлених осіб на корпоративному рівні управління. Кількість товариств, які розкрили інформацію щодо стану корпоративного управління в 2013 році склала 21,5 % (5275) (рис. 1). З них у 4834 було проведено загальні збори акціонерів, що на 973 товариства більше ніж у 2012 році. З вищевказаної інформації можемо зробити висновок про недостатній рівень регулювання корпоративних прав акціонерів. Так, загальна кількість товариств, які мають власний кодекс (принципи і правила) корпоративного управління склала 677 одиниць у 2013 році, що дорівнює 2 % від загальної кількості товариств та 12,8 % від кількості товариств, які розкрили інформацію щодо стану корпоративного управління.

Аналіз структури акціонерів найбільших вітчизняних акціонерних товариств свідчить про високу концентрованість акціонерного капіталу. Так, концентрація акціонерного капіталу в ПАТ Мотор Січ, ПАТ ДТЕК «Дніпроенерго», ПАТ «Південний ГЗК», які входять у двадцятку емітентів із найбільшою капіталізацією, протягом 2014 року склала 75 % [21].

Це зумовлює перегляд корпоративного управління з урахуванням особливостей національного емерджентного ринку, законодавчих та нормативно-правових положень корпорації, регулювання відносин між мажоритар-

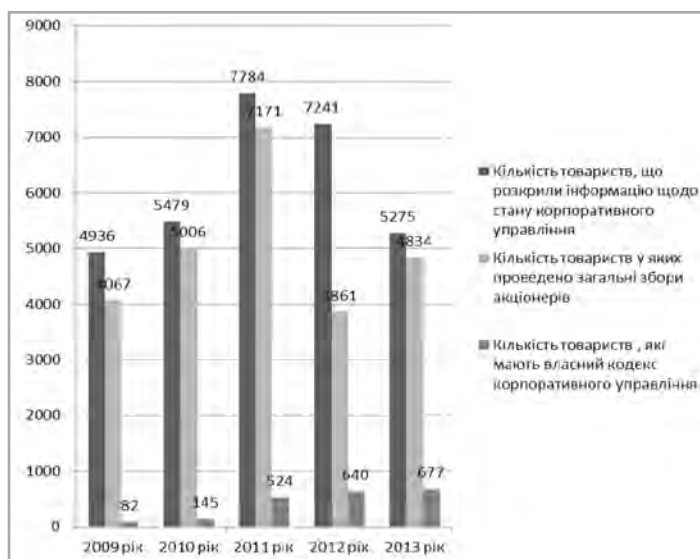


Рис. 1. Стан корпоративного управління на вітчизняних акціонерних товариствах у 2009–2013 роках

Джерело: Сформовано автором на основі [21]

ними (тими, що володіють більше ніж 10% акцій корпорації) і міноритарними (тими, що володіють менш ніж 10% акцій корпорації) акціонерами, оскільки правами останніх часто нехтують.

Отже, на основі вищевикладеного сформуємо авторське визначення емерджентного корпоративного управління як інституту взаємодії між мажоритарними та міноритарними акціонерами, акціонерами та менеджментом корпорації, включаючи наглядову раду, правління а також ревізійну комісію, іншими заінтересованими особами та зовнішнім середовищем, за допомогою якого здійснюється управління компанією для досягнення цілей корпорації в умовах національного емерджентного ринку.

Дослідимо цілі пріоритетних груп заінтересованих сторін (стейкхолдерів). Мажоритарні акціонери прагнуть отримати максимальну віддачу від вкладеного капіталу, з урахуванням фактору ризику, збільшення вартості компанії, а також додаткові економічні переваги за рахунок міноритарних акціонерів. Ця перевага може бути грошова (наприклад, більші дивіденди) або не фінансового характеру, наприклад, престиж і соціальний статус для контролюючого акціонера або політичні мотиви, що можуть заподіяти шкоду фірмі.

У групи міноритарних акціонерів ціллю є отримання максимальної віддачі від вкладеного капіталу, з урахуванням фактору ризику, проте вони прагнуть рівності у правах власності з мажоритарними акціонерами.

Група заінтересованих осіб, менеджери корпорації, прагнуть до власного кар'єрного зростання та збагачення, що сприяє розвитку корпорації, однак це може стати причиною приховування від акціонерів реальних фінансових результатів.

Для інвесторів пріоритетним є повернення капітальних вкладень з відсотками, для персоналу – гарантія зайнятості й регулярне отримання винагороди за результати діяльності. Партнери прагнуть довгострокових контрактів у вказаній сфері бізнесу. Держава зацікавлена у регулярній сплаті податків, дотримання корпорацією екологічних та соціальних вимог, передбачених законодавством.

Для українських корпорацій характерна дворівнева модель розбіжностей інтересів. Перший рівень розбіжностей характеризує конфлікт між акціонерами та менеджментом підприємства. Конфлікт полягає в утриманні влади найманими менеджерами, які фактично не є підзвітними власникам корпорації і можуть використовувати ресурси підприємства в корисливих цілях, отримувати приватні вигоди від залучення тих контрагентів, які є вигідними не підприємству, а певній групі управлінців.

Другий рівень розбіжностей виникає тому, що вітчизняна економіка характеризується недосконалою інституційною та правовою системою, тому у корпораціях може бути значна невідповідність між мажоритарними та міноритарними акціонерами. Можливість недотримання прав власності, сприяє тому, що акціонери, які володіють контрольною пакетом акцій можуть використовувати міноритарних акціонерів для отримання корпоративних переваг (рис. 2).

Дисбаланс влади між двома групами акціонерів у слаборозвинутому вітчизняному правовому інституті може використовуватись для укладання угод між мажоритарними акціонерами та контрагентами для покупки активів; передачі акцій; лізингу активів; позики засобів, що забезпечують кредит або дебетові гарантії. Такі угоди, зазвичай, є не вигідними для підприємства. Через укладання таких угод, окремі активи та інтереси компанії можуть

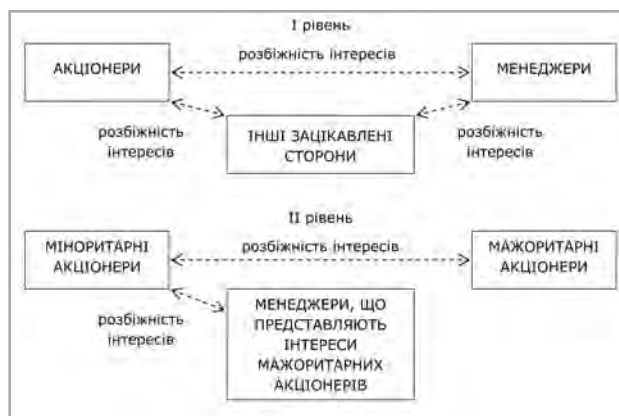


Рис. 2. Модель розбіжності інтересів зацікавлених сторін в емерджентному корпоративному управлінні
Джерело: Сформовано автором на основі [20]

бути передані мажоритарним акціонерами. Дослідження з використанням взірця китайських корпорацій показало, що в середньому перевага мажоритарних акціонерів над міноритарними є премією в 18,5 % від винагороди за володіння майном корпорації [22]. Через потенціал приватних вигод мажоритарні акціонери, виступають проти корпоративних поглинань, оскільки чим вищий рівень володіння капіталом, тим вищі й приватні вигоди.

Розглянемо пріоритетні положення розвитку компанії та відношення до них зацікавлених сторін корпорації (табл.).

Як видно з таблиці, розбіжність інтересів виникає у зв'язку з переслідуванням різних цілей, стратегічних напрямів розвитку корпорації різними учасниками корпоративного управління.

Розглянемо механізми балансування інтересів зацікавлених сторін на основі матриці регулювання інтересів зацікавлених сторін (рис. 3).

Як бачимо на Рисунку 3, інтереси сторін можуть приймати три форми: 1) взаємовигідні, із знаком «+», усі сторони зацікавлені у їх функціонуванні; 2) взаємоневигодні, із знаком «-», приносять вигоду одним контрагентам, згубно діючи на інших; 3) взаємозалежні – впливають на одну групу сторін, не маючи прямого впливу на іншу.

Для ефективного регулювання інтересів сторін важливим є задоволення взаємовигідних інтересів та взаємозалежних інтересів, якщо вони не мають негативного впливу на подальший розвиток корпорації.

5. Висновки. У статті було розглянуто емерджентне корпоративне управління як інститут взаємодії між мажоритарними та міноритарними акціонерами, акціонерами менеджментом та зацікавленими сторонами корпорації в умовах емерджентного ринку. Виявлено дворівневу систему розбіжностей, перший рівень якої виникає у зв'язку з конфліктом інтересів що існує між власниками, які прагнуть довгострокового розвитку організації; менеджера-

Таблиця

Положення	Конфлікт інтересів заінтересованих осіб у корпоративному управлінні			
	Ставлення акціонерів		Ставлення менеджерів	Ставлення інших стейкхолдерів
	Мажоритарні	Міноритарні		
Інтерес у корпорації	Основне джерело доходу	Одне із джерел доходу	Єдине джерело доходу	Одне / основне із джерел ресурсів/ продуктів
Злиття, поглинання, продаж корпорації	Негативне при зменшенні концентрації власності	Позитивне при збільшенні прибутковості	Позитивне при збільшенні сфери управління, негативне при звільненні з роботи	Негативне при зникненні додаткової можливості вибору контрагента
Зростання ринкової вартості	Позитивне за умови отримання додаткових корпоративних переваг та ефективної дивідендної політики	Позитивне за умови ефективної дивідендної політики	Позитивне за умови ефективної мотиваційної політики	Позитивне при стійких ділових зв'язках

Джерело: Сформовано автором на основі [6; 8; 9; 10]

1.1 Мажоритарні акціонери				1.2 Міноритарні акціонери						
1.1. Мажоритарні акціонери										
1.1.1. Регулярні дивіденди										
1.1.2. Довгострокове економічне зростання	1.1.1.	1.1.2.	1.1.3.							
1.1.3. Отримання додаткових переваг за рахунок міноритарних акціонерів										
1.2. Міноритарні акціонери				2. Керівництво						
1.2.1. Регулярні дивіденди				1.2.1	1.2.2	1.2.3				
1.2.2. Довгострокове економічне зростання										
1.2.3. Отримання рівних прав на володіння пакетом акцій на рівні з мажоритарними акціонерами										
2. Керівництво				Інші зацікавлені сторони						
2.1. Зростання ділової репутації	+	+		+	+		2.1	2.2	2.3	
2.2. Зростання винагороди	+	+		+	+					
2.3. Збагачення за рахунок корпорації	-	-		-	-					
3. Інші зацікавлені особи										
3.1. Задоволення потреб споживачів		+		+	+		+	+		
3.2. Отримання відсотків від вкладеного капіталу		+		+	+		+	+		
3.3. Регулярна сплата податків		+		+	+		+	+		
3.4. Зниження цін на продукти		-		-	-					

Рис. 3. Матриця регулювання інтересів зацікавлених сторін корпоративного управління (фрагмент)

Джерело: Розроблено автором

ми, які прагнуть до власного збагачення й іншими заінтересованими сторонами, що прагнуть максимізувати ціни на ресурси та мінімізувати їх на продукти корпорації. Другий рівень розбіжностей виникає у зв'язку з тим, що мажоритарні акціонери отримують додаткові переваги, порівняно з міноритарними акціонерами, у зв'язку з неадекватним регулюванням прав акціонерів.

Для регулювання розбіжностей запропоновано матрицю координування інтересів, яка забезпечить реалізацію корпорацією тих цілей, які є спільними для пріоритетних груп заінтересованих сторін. Для балансування конфліктів, зумовлених емерджентністю ринку, запропоновано удосконалення правової системи держави та конкретної корпорації, що забезпечить рівність прав акціонерів.

Література

- Berle A. The modern corporation and private property / A. Berle, G. Means. – New York: Macmillan, 1932.
- Blair M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century / M. Blair. – Washington: Brookings Institution, 1995.
- Hart O. Corporate governance: some theory and implications / O. Hart // *Economic Journal*, 1995. – No. 105 (9). – P. 678–698.
- Shleifer A. A survey of corporate governance. / A. Shleifer, R. Vishny. // *Journal of Finance*. – 1997. – No. 52 (2). – P. 737–783.
- Velentzas. I. Business Ethics, Corporate Governance, Corporate Social Responsibility / I. Velentzas, G. Broni – Ildza: luS. – 2010.
- Astapova G. V. Організаційно-економічний механізм корпоративного управління авіаційним підприємством на основі права трудової власності / Г. В. Астапова. – К.: Нац. авіац. ун-т, 2006. – 244 с.
- Ермошенко А. М. Корпоративне управління як стратегічний чинник розвитку інтеграції страхових компаній з банками / А. М. Ермошенко. // *Актуальні проблеми економіки*. – 2012. – № 1. – С. 200–208. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ape_2012_1_26.pdf
- Момот Т. В. Варіаційно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження. / Т. В. Момот. – Х.: Харк. нац. акад. миск. госп-ва, 2006. – 380 с.
- Назарова Г. В. Керівництво акціонерним товариством: організаційний, регуляторний та мотиваційні аспекти / Г. В. Назарова. – Х.: ХНЕУ, 2010. – 244 с.
- Попов О. Є. Теоретико-методологічні та концептуальні засади формування організаційно-економічного механізму корпоративного управління / О. Є. Попов. – Х.: ІНЖЕК, 2009. – 357 с.
- Великий тлумачний словник сучасної української мови / уклад. і голов. ред. В. Т. Бусел. – К.: Ірпінськ: ВТФ «Перун», 2009. – 1736 с.
- Emerging market [Electronic resource] / The World Bank. – Access mode: <http://www.worldbank.org>

- Soskin O. I. Роль державного регулювання у формуванні сучасної економічної моделі: зміна імператива в умовах хаосу / О. І. Соскін // *Економічний часопис-XXI*. – 2013. – № 1–2 (1). – С. 3–7. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/echado_2013_1-2\(1\)_4.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/echado_2013_1-2(1)_4.pdf)
- Kuzmin O. E. Концептуальні засади управління інтелектуальним капіталом підприємства / О. Е. Кузьмін, О. А. Ліпич // *Актуальні проблеми економіки*. – 2011. – № 11 (125). – С. 137–144.
- Xilukha O. A. Управління інтелектуальним капіталом машинобудівних підприємств: теоретичні та прикладні положення: монографія / О. А. Хілуха, О. Е. Кузьмін, Л. Г. Ліпич. – Луцьк: Вежа-Друк, 2014. – 200 с.
- Ліпич Л. Г. Інвестиційна привабливість інтелектуального капіталу підприємств: ідентифікація і діагностика / Л. Г. Ліпич, О. В. Товстенюк, О. А. Хілуха // *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. – 2014. – № 6 (1). – С. 139–141. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vchnu_ekon_2014_6\(1\)_28.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vchnu_ekon_2014_6(1)_28.pdf)
- Ліпич М. А. Вплив поведінкових чинників на ціноутворення на фондовому ринку / М. А. Ліпич // *Моніторинг біржового ринку*. – 2014. – № 10. – С. 21–25.
- Donaldson T. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications / T. Donaldson, L. E. Preston // *Academy of Management Review*. – 1995. – No. 20 (1). – P. 65–91.
- Freeman R. E. The politics of stakeholder theory / R. E. Freeman // *Business Ethics Quarterly*. – 1994. – No. 4 (4). – P. 409–421.
- Letza S. Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance. / S. Letza, X. Sun, J. Kirkbride // *Corporate Governance*. – 2004. – No. 12 (3). – P. 242–262.
- Річний звіт НКЦПФР 2009–2014 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nss.mc.gov.ua/activities/annual>
- Young M. N. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective. / Young M. N., Peng M. W., Ahlstrom D. // *Journal of management studies*. – 2008. – No. 45 (1). – P. 196–220.
- He W. Ownership structure and the private benefits of control: an analysis of Chinese firms. / W. He, Z. Zhang, S. Zhu // *Corporate Governance*. – 2008. – No. 8 (3). – P. 286–298.

Стаття надійшла до редакції 08.07.2015

References

- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Blair, M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington: Brookings Institution.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *Economic Journal*, 105(9), 678–698.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Velentzas, I., & Broni, G. (2010). *Business Ethics, Corporate Governance, Corporate Social Responsibility*. Ildiza: luS.
- Astapova, G. V. (2006). *Economic management mechanism of corporate management of the aviation company on the basis of labour ownership*. Kyiv (in Ukr.).
- Yermoshenko, A. M. (2012). Corporate governance as a strategic factor in the development of integration of the insurance company with banks. *Aktualni problemy ekonomiky (Actual Problems of Economics)*, 1, 200–208. Retrieved from [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vchnu_ekon_2014_6\(1\)_28.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vchnu_ekon_2014_6(1)_28.pdf) (in Ukr.).
- Momot, T. V. (2006). *Cost-oriented corporate governance: from theory to practical application*. Kharkiv: KNAMM (in Ukr.).
- Nazarova, G. V. (2010). *Management of the joint-stock company: organizational, regulatory and motivational aspects*. Kharkiv: KhNEU (in Ukr.).
- Popov, O. (2009). *Theoretical, methodological and conceptual base of the formation of economic management mechanism of corporate governance*. Kharkiv: INZHEK (in Ukr.).
- Explanatory Dictionary of the Live Ukrainian Language*. (2009). Kyiv: VTF Perun (in Ukr.).
- The World Bank* (2015). Retrieved from <http://www.worldbank.org>
- Soskin, O. I., & Matviychuk, A. M. (2013). The role of public administration in forming the modern economic model: a change of imperative under the conditions of chaos. *Ekonomicnij casopis-XXI (Economic Annals-XXI)*, 1-2(1), 3-7 (in Ukr.).
- Kuzmin, O. Ye., & Lipych, O. A. (2011). The conceptual framework for intellectual capital management of the enterprise. *Aktualni problemy ekonomiky (Actual Problems of Economics)*, 11(125), 137–144. (in Ukr.).
- Khilukha, O. A. (2014). *Intellectual capital management of machine-building companies: theoretical and practical aspects*. Lutsk: Vezha-Druk (in Ukr.).
- Lipych, L. G., Tovstenyuk, O. V., & Khilukha, O. A. (2014). The investment attractiveness of enterprises' intellectual capital: identification and diagnostics. *Visnyk Khmelnytskykhoh natsionalnoho universytetu. Ekonomichni nauky (Herald of Khmelnytskyi National University)*, 6(1), 139–141. Retrieved from [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vchnu_ekon_2014_6\(1\)_28.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vchnu_ekon_2014_6(1)_28.pdf) (in Ukr.).
- Lipych, M. A. (2014). Behavioural impact on stock market pricing. *Monitoryng birzhovoho rynku (Exchange Market Monitoring)*, 10, 21–25 (in Ukr.).
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421.
- Letza, S., Sun, X., & Kirkbride, J. (2004). Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance. *Corporate Governance*, 12(3), 242–262.
- Young, M. N., Peng, M., W., & Ahlstrom, D. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196–220.
- National Securities and Stock Market Commission* (2015). Retrieved from <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
- He, W., Zhang, Z., & Zhu, S. (2008). Ownership structure and the private benefits of control: an analysis of Chinese firms. *Corporate Governance*, 8(3), 286–298.

Received 08.07.2015