

ІНДЕКС КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УКРАЇНІ: МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОБЧИСЛЕННЯ

Леонов Д.,
к.е.н., доцент,
Бурмака М.,
к.е.н., доцент,
Юрса М.

Корпоративне управління стає головним фактором при прийнятті інвестиційних рішень у XXI столітті. Інвестори вважають, що оцінка практики корпоративного управління є так само важливою, як і фінансові індикатори інвестицій. За даними опитування, проведеного McKinsey & Company, більшість інвесторів готові витратити додаткові кошти в інвестування, якщо акціонерні товариства досягають вищих управлінських стандартів. Такі «премії» у Північній Америці та Західній Європі можуть досягати 12-14, у Азії та Латинській Америці – 20-25, а у Східній Європі – до 30% обсягу інвестиції [1]. Таким чином, *актуальність проблеми* розроблення відповідних індикаторів рівня корпоративного управління не викликає сумніву як у зарубіжних, так і у вітчизняних дослідників та практиків.

У той же час дослідники зауважують [2, с.59], що єдиної моделі корпоративного управління, яка б успішно застосовувалась у всіх країнах і в усіх компаніях, не існує, однак розроблено багато різних «кодексів найкращої практики корпоративного управління», що враховують відмінності в законодавстві, структурі органів управління та практиці ведення справ у тій чи іншій країні. Єдиного визнаного індикатора корпоративного управління у світі також немає. Для оцінки рівня корпоративного управління використовуються різноманітні методології, які мають різний рівень застосування та визнання у світі. Зокрема, слід відмітити дослідження з цих питань таких авторів як М.Гібсон, Д.Кричтон-Міллер, П.Уорман, К.Дабровська, М.Грушчинський [3-5]. Крім того, власні методики оцінки рівня корпоративного управління розроблені

та запроваджені такими відомими інституціями, як рейтингове агентство Standard & Poor's, міжнародні консалтингові фірми Davis Global Advisors, Inc. та Deminor, організація обслуговування інституційних акціонерів Institutional Shareholder Services, Інститут корпоративного права і управління Російської Федерації, Російський інститут директорів. Однак пошук найбільш репрезентативних комплексних індикаторів у сфері корпоративного управління триває. Активні розробки здійснюються в країнах, що розвиваються (наприклад, в Інституті ринків капіталу Індії [6]), та в країнах з перехідною економікою, зокрема в Україні. Серед публікацій вітчизняних дослідників з цієї проблеми слід відмітити роботи С.Москвіна [8] та Д.Леонова [9].

Українське законодавство про акціонерні товариства було прийнято одразу після проголошення незалежності, однак на сьогодні значна кількість країн з перехідною економікою обігнали в розвитку свого корпоративного законодавства Україну. Органи державної влади, які здійснюють регулювання у сфері корпоративних відносин та фондового ринку, мають адекватно реагувати на таку критичну ситуацію. Корпорації (акціонерні товариства), інвестори та держава повинні знайти вирішення кризових явищ на підставі всебічного аналізу та діагностики різних аспектів корпоративного управління.

Проблема полягає в тому, що в Україні не запроваджено постійного обрахунку комплексного показника, який характеризував би поточний стан рівня корпоративного управління. Всі існуючі спроби рейтингової оцінки (рейтинги Української Асоціації Ін-

КОРПОРАТИВНІ
ФІНАНСИ

вестиційного бізнесу, газет «Бізнес» та «Української Інвестиційної газети») зводилися до формування переліків акціонерних товариств, ранжованих за певним нерепрезентативним показником (наприклад – кількість голосів експертів, які брали участь у опитуванні, без використання формальної інформації про емітента, або на підставі одного показника з фінансової звітності – розміру статутного капіталу, розміру прибутку тощо).

Такі рейтинги не можуть сформувати уявлення користувача інформації не тільки про загальний стан корпоративного управління в цілому, а й дати адекватну об'єктивну оцінку корпоративному ризику конкретних провідних акціонерних товариств в Україні.

Тому виникає необхідність у запровадженні в Україні об'єктивного, прозорого індикатора корпоративного управління одночасно для макро- та мікрорівнів національної економіки. Здійснення аналізу існуючих вітчизняних напрацювань у цій сфері та розробленні пропозицій щодо їх практичного застосування є **основним завданням** цієї статті.

Як вже зазначалося, єдиного визнаного у світі індикатора корпоративного управління не існує. Для оцінки рівня корпоративного управління застосовуються різноманітні методології, що враховують відмінності в законодавстві, структурі органів управління та практиці ведення справ у тій чи іншій країні. Здебільшого такі індикатори зосереджені виключно на оцінці рівня корпоративного управління або в окремій країні (тобто на макрорівні), або в окремій корпорації (акціонерному товаристві), тобто на мікрорівні. Хоча окремі індикатори, орієнтовані на оцінку рівня корпоративного управління в конкретній корпорації, додатково використовують також оцінку рівня розвитку умов (правових та інфраструктурних) для найкращої практики корпоративного управління в країні розташування такої корпорації.

До першої групи індикаторів, за якими оцінюється рівень корпоративного управління в окремій країні (макроіндикаторів), можна віднести як найбільш відомі Індикатор корпоративного управління Davis Global

Advisors, Inc. та Індекс ризику корпоративного управління (за методикою Кричтон-Міллера та Уормана).

Індикатор корпоративного управління Davis Global Advisors, Inc. (DGA) [7] застосовується для оцінки стану корпоративного управління в окремих країнах. При цьому оцінюються такі показники, врегульовані корпоративним правом країни, як:

- Структура ради директорів (спостережної ради), зокрема, щодо застосування у її діяльності кодексу найкращої практики корпоративного управління, наявність у раді директорів осіб, котрі не входять до виконавчих органів і не є працівниками компанії, незалежність ради директорів, розподіл повноважень голови ради директорів (спостережної ради) і голови правління (виконавчого директора), наявність та структура комітетів ради директорів.

- Реалізація права голосування.
- Прозорість (включаючи стандарти бухгалтерського обліку та розкриття інформації про зарплату керівників).
- Захист прав власності.

Загальна оцінка індикатора дається за десятибальною шкалою.

Індекс ризику корпоративного управління (Corporate Governance Risk – CGR) за методикою Кричтон-Міллера (*Crichton-Miller*) та Уормана (*Worman*) застосовується в окремих країнах для оцінки ризику втрат інвесторів від неналежного корпоративного управління.

Якщо індикатор DGA застосовується в основному для розвинутих країн, то індекс CGR – для країн з перехідною економікою.

Методика Кричтон-Міллера та Уормана [4] заснована на опитуваннях менеджерів акціонерних компаній. Запитання поділяються на чотири групи:

1. Оцінка чинного законодавства про акціонерні товариства (стосовно процедур реєстрації акцій та інших цінних паперів компанії, прав сторін корпоративного управління (акціонерів, кредиторів, працівників, менеджерів і т.і.), реалізації прав акціонерів, відповідності відкритості та контролю, якості контрактів, банкрутства, балансу інтересів членів керівних органів).

2. Оцінка правових процесів (зокрема доступність, ефективність та швидкість правового захисту, арбітражу, наявність впливу на рішення су-

дових органів, ефективність виконання законів і рішень суду).

3. Оцінка регуляторного режиму (в тому числі оцінка ефективності діяльності регулятора ринку капіталів, Центрального банку, системи фінансового контролю, наявності регулювання інсайдерської торгівлі, забезпечення добросовісної конкуренції, обліку у компаніях та аудиту).

4. Оцінка «етичного покриття (Ethical Overlay)» (боротьба з організованою злочинністю, роль кримінальних груп, рівень корупції, насилля над бізнесом, понадвиплати, тендерні процеси, хабарі).

Запитання у межах груп та підгруп передбачають однозначну відповідь: «так» або «ні», що дозволяє розрахувати питому вагу позитивних і негативних відповідей, побудувати рейтингову шкалу і визначити індекс CGR. Індекс може мати наступні значення: 0-5 (дуже високий); 6-10 (високий); 11-20 (середній); 21-28 (низький). Кожна група запитань оцінюється від 0 до 7.

Кричтон-Міллер и Уорман уперше розраховали індекс CGR в 1999 році для Росії (CGR – 4) і Польщі (CGR – 16). У 2000 році аналогічне дослідження було проведено для Чеської Республіки (CGR – 11), а в 2002 році – знову для Польщі (CGR – 14,1) [5].

До другої групи індикаторів, за якими оцінюється рівень корпоративного управління в окремі корпорації (мікроіндикаторів) можна віднести як найбільш відомі індикатор рівня корпоративного управління рейтингового агентства Standard & Poor's, Рейтинг корпоративного управління консалтингової фірми Deminor (DR), Коефіцієнт корпоративного управління (Corporate Governance Quotient – CGQ) Institutional Shareholder Services (ISS), Рейтинг корпоративного управління інвестиційного банку Brunswick UBS Warburg, Рейтинг корпоративного управління консорціуму Російського інституту директорів і рейтингового агентства «Експерт РА», Рейтинг якості корпоративного управління Інституту корпоративного права і управління Російської Федерації (CORE-rating), Ренкінг корпоративного управління журналу Euromoney, Економетричну модель М.Гібсона.

Рівень корпоративного управління

рейтингового агентства Standard & Poor's (S&P Corporate Governance Score – CGS) вважається індикатором, що найбільш точно відображує корпоративне управління та відповідність його рівня певним стандартам. В якості такого стандарту прийняті Принципи корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) [10], які використовуються у різних країнах. До них відносяться чесність, прозорість, підзвітність, відповідальність. Ці принципи покладено в основу методології оцінки системи корпоративного управління, яку можна використати в аналізі корпоративного управління на рівні як країни в цілому, так і окремої компанії.

Для цілей CGS поняття «корпоративне управління» включає у себе взаємовідносини керівників компанії, членів її ради директорів (спостережної ради), акціонерів і решти фінансово зацікавлених осіб (як акціонерів компанії, так і її кредиторів).

Проаналізувавши отримані дані стосовно дотримання компаніями розроблених на основі найкращої практики корпоративного управління кодексів і правил, агентство Standard & Poor's присвоює рівень корпоративного управління CGS за шкалою от CGS-10 (вищий рівень) до CGS-1 (нижчий рівень).

Визначення рівня корпоративного управління включає аналіз двох компонентів: рейтингу компанії та національного фону.

Рейтинг компанії оцінюється за ефективністю взаємодії органів управління, ради директорів, акціонерів компанії та інших зацікавлених осіб. У рамках цього компоненту перш за все оцінюється внутрішня структура та процеси управління окремої компанії, зокрема структура власності (прозорість структури власності, концентрація власності та вплив на прийняття рішень); відносини з фінансово зацікавленими особами (регулярність проведення зборів акціонерів, простота доступу на такі збори та наявність інформації про них, порядок голосування та процедури роботи зборів акціонерів, порушення прав акціонерів); фінансова прозорість і розкриття інформації (якість і зміст інформації, що оприлюднюється, своєчасність і доступність інформації, що

публікується, незалежність і репутація аудитора компанії); склад і практика роботи ради директорів (структура і склад ради директорів, його роль та ефективність роботи, роль і незалежність сторонніх директорів, політика щодо виплати винагородження директорам і членам вищого керівництва, оцінки якості їхньої роботи та наступництва).

Аналіз національного фону включає оцінку ефективності правової, нормативної та інформаційної інфраструктури в країні. У рамках цього компоненту оцінюється, яким чином зовнішні фактори на макроекономічному рівні впливають на якість корпоративного управління компанії. Такий аналіз включає наступні чотири сфери: правове середовище; регулювання; інформаційна інфраструктура; інфраструктура ринку.

Однак окрема компанія у високо оціненій країні може отримати й низький CGS.

Для присвоєння рейтингу використовується як опитування, так і наступна об'єктивна інформація: річна і квартальна звітність компанії за останні три роки; статут і внутрішні нормативні документи компанії; звітність, що надається державним органам; протоколи чергових та позачергових зборів акціонерів за останні три роки; протоколи засідань ради директорів (спостережних рад) за останні три роки; опублікована інформація про нові емісії акцій; дані про акціонерів, що володіють більш як 10% акцій, і кредиторів; відомості про пені, штрафи та інші санкції, висунуті у зв'язку з публічно зафіксованими порушеннями прав акціонерів, включаючи позови, що перебувають у стадії розгляду; інформація про структуру і склад ради директорів; інформація про аудитора компанії; інформація про крупні угоди за останні три роки, сума яких становить більш як 10% чистої вартості активів компанії; відомості про рееструєтрімувача компанії та ін.

На даний час агентство Standard & Poor's спеціалізується на присвоєнні рейтингів окремим компаніям.

Рейтинг корпоративного управління (DR) консалтингової фірми Deminor (Брюссель), спеціалізується на послугах щодо захисту прав інституціональних,

приватних і корпоративних міноритарних інвесторів.

Рейтинг DR, так само як і CGS, заснований на застосуванні міжнародних стандартів корпоративного управління та розраховується за шкалою від DR-10 (вищий рейтинг) до DR-1 (нижчий рейтинг). Рейтинг DR присвоюється компаніям за їх замовленням або за запитом інвесторів, котрі хочуть придбати акції компаній. Він простіший у обрахуванні, оскільки враховує лише чотири фактори: дотримання прав акціонерів та виконання ними своїх обов'язків; виплата дивідендів; прозорість процедур корпоративного управління; структура і функції керівних органів акціонерного товариства.

Коефіцієнт корпоративного управління (Corporate Governance Quotient – CGQ), запропонований на веб-сайті Institutional Shareholder Services (ISS), відрізняється від інших тим, що враховує не тільки структуру корпоративного управління компанії, а і її становище на ринку. CGQ базується на оцінці 51 фактора, розподілених на сім груп: склад і структура керівних органів; статут і внутрішні нормативні документи; дотримання законодавства про акціонерні товариства; компенсації членам виконавчих органів управління; якісні фактори, включаючи виконання фінансових планів; власність керівників та службовців компанії; освіта керівників.

Коефіцієнт розраховується стосовно галузі, до якої належить компанія (наприклад, агентство Standard & Poor's називає 23 галузі) і стосовно ринкового індексу (наприклад, S&P 500) і розподіляє компанії у галузевий або груповий ранжований ряд. Це дозволяє визначити, яке компанія посідає місце серед подібних компаній.

Рейтинг корпоративного управління інвестиційного банку Brunswick UBS Warburg призначається для портфельних інвесторів. Рейтинг носить дистанційний характер. При його виставленні Brunswick UBS Warburg використовує винятково публічну інформацію. Оцінки, що виставляються, не узгоджуються з компаніями. Результати рейтингу публікуються кожні півроку в аналітичних звітах банку. Присвоєння рейтингу, відповідно до методики Brunswick UBS Warburg, ґрунтується на аналізі реаль-

но існуючих і потенційно можливих ризиків корпоративного управління у досліджуваній компанії.

Діяльність компанії, що рейтингується, оцінюється по категоріях ризиків шляхом нарахування штрафних балів. Таким чином, чим вище чисельне значення рейтингової оцінки, тим більші ризики Brunswick UBS Warburg зв'язує з даною компанією. При цьому величина ризику може коливатися від 72 балів (найвищий ступінь ризику корпоративного управління) до 0 (ризиків в такому випадку мінімальні). На думку Brunswick UBS Warburg, підприємства, що одержали в рейтингу більш 35 штрафних балів, є надзвичайно ризикованими, а компанії, що набрали менше 17 балів, відносно безпечні.

Ризики корпоративного управління Brunswick UBS Warburg підрозділяє на вісім основних категорій і двадцять підкатегорій. Кожній категорії відповідає чітко визначений коефіцієнт і вказівки щодо його застосування. До категорій ризиків належать: непрозорість, розмивання акціонерного капіталу, злиття/реструктуризація, банкрутство, обмеження на покупку і володіння акціями, ініціативи у сфері корпоративного управління, ведення реєстрів.

Російський інститут директорів (РИД) для оцінки рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах на перших етапах своєї діяльності застосував Методику розрахунку рейтингу корпоративного управління Російського інституту директорів (RID) [3, с.61-62], яка була практично тотожною методиці Brunswick UBS Warburg.

Однак зараз, уклавши угоду з рейтинговим агентством «Експерт РА», ця установа перейшла до нової системи рейтингування. *Рейтинг корпоративного управління консорціуму Російського інституту директорів і рейтингового агентства «Експерт РА»* – визначається за регулярною оцінкою стану системи корпоративного управління в 150-200 акціонерних товариствах, зареєстрованих у Російській Федерації. Проводиться зіставлення практики корпоративного управління кожного акціонерного товариства – учасника рейтингу з нормами, закріпленими в російському законодавстві, рекомендаціями Кодексу корпоративної поведінки, зі стандартами «передової практики»,

сформульованими портфельними інвесторами й організаціями, що представляють їхні інтереси. Рейтингова оцінка здійснюється на підставі методики, розробленої консорціумом Російського інституту директорів і рейтингового агентства «Експерт РА» («РИД-Експерт РА») за допомогою Агентства США з міжнародного розвитку (USAID). Оцінювання здійснюється аналітиками консорціуму «РИД-Експерт РА» з періодичністю один раз у півроку на основі публічної інформації і даних, одержуваних безпосередньо від акціонерних товариств – учасників рейтингу. Публічна інформація включає: офіційний інтернет-сайт акціонерного товариства; щоквартальну звітність за останні два квартали, що передують моменту присвоєння рейтингової оцінки; річний звіт компанії; стрічки новин інформаційних агентств, що є уповноваженими агентствами ФКЦП Росії; інші джерела інформації, у тому числі повідомлення, тексти презентацій представників компанії та ін. Процедура оцінювання дуже проста: +, -, 0 по визначених параметрах відібраних показників.

Рейтинг корпоративного управління «РИД-Експерт РА» являє собою інтегральну оцінку по чотирьох групах показників:

I. Права акціонерів (реалізації прав на власність, на участь в управлінні товариством, на одержання частки прибутку, рівень ризиків порушення прав, наявність додаткових зобов'язань товариства із захисту прав акціонерів).

II. Діяльність органів управління і контролю (склад і діяльність ради директорів і виконавчих органів, система контролю за фінансово-господарською діяльністю, взаємодія між органами управління і контролю).

III. Розкриття інформації (рівень розкриття нефінансової та фінансової інформації, загальна дисципліна розкриття інформації, рівнодоступність інформації).

IV. Дотримання інтересів інших зацікавлених сторін і корпоративна соціальна відповідальність (політика соціальної відповідальності і врахування інтересів інших зацікавлених груп, трудові конфлікти, соціальні проекти для персоналу і місцевого населення, екологічність).

Залежно від якості корпоративного управління компанії – учасники рейтингу можуть бути віднесені до одного з наступних рейтингових класів:

Клас А – компанії з високим рівнем корпоративного управління;

Клас В – компанії з задовільним рівнем корпоративного управління;

Клас С – компанії з низьким рівнем корпоративного управління;

Клас D – компанії з незадовільним рівнем корпоративного управління.

До складу класу D входить додатковий підклас SD, який відображає, що відбулися найсерйозніші порушення норм корпоративного управління, у т.ч. прав акціонерів чи інших зацікавлених осіб.

Ренкінг корпоративного управління журналу Euromoney – список компаній з країн, ринки яких формуються (emerging markets), ранжованих за інтегральним показником. Ренкінг виставляється дистанційно, у ньому можуть взяти участь компанії, що входять до числа 650 найбільших з капіталізації.

Усім компаніям – потенційним учасникам ренкінга журнал надсилає анкету, що складається з 22 питань, на які необхідно відповісти «так» чи «ні». Отримана від компаній інформація обробляється з урахуванням специфіки національного законодавства й особливостей регулювання. У спірних випадках журнал запитує в компанії більш докладну інформацію з конкретного питання.

Основні компоненти методики: прозорість структури власності компанії, фінансова прозорість, структура ради директорів і процес прийняття нею рішення, взаємини з акціонерами, збалансованість інтересів менеджменту компанії з інтересами акціонерів.

По кожній компоненті виставляється оцінка (100% – ідеал, 0% – повна відсутність позитивних ознак).

Рейтинг якості корпоративного управління Інституту корпоративного права і управління Російської Федерації (CORE-rating).

Розроблення методики розрахунку CORE-rating проводилось спеціалістами Інституту корпоративного права і управління під контролем і за участі членів Blue Ribbon Panel – експертної ради, до якої входять визнані західні та російські спеціалісти у галузі корпоративного управління.

Оцінювання корпоративного управління здійснюється на основі інформації, яка розкривається компанією як в обов'язковому порядку, так і добровільно.

Для того щоб мати можливість визначити проблемні або, навпаки, виграшні моменти в практиці корпоративного управління компаній, питання розподілені на групи, що відображують різноманітні аспекти корпоративного управління компанії: розкриття інформації; структура акціонерного капіталу; рада директорів і виконавчі органи управління; основні права акціонерів; відсутність ризиків; історія корпоративного управління компанії.

Результатом аналітичної обробки інформації є CORE-rating. Це індивідуальний числовий показник оцінювання корпоративного управління компанії за шкалою, максимальне значення якої відповідає ідеальній компанії, де не тільки не порушуються вимоги законодавства, а і застосовувані нею процедури не несуть у собі потенційної можливості ущемлення прав акціонерів. Окрім того, передбачається, що компанія проводить заходи, направлені на підвищення стандартів корпоративного управління, її практика складається таким чином, що для акціонерів відсутні усілякі ризики, пов'язані з корпоративним управлінням.

Відповідь на кожне питання залежить від його важливості для оцінки практики корпоративного управління і від суті відповіді додається до загальної суми рейтингу від 0 до 200 балів.

Під час розрахунку рейтингу корпоративного управління використовуються такі групи вихідних даних: інформація, що розкривається в обов'язковому порядку, інформація, що додатково публічно розкрита компанією; інформація, що розкривається регулюючими органами; відповіді компанії на письмові запити та телефонні дзвінки.

Особливе місце серед індикаторів рівня корпоративного управління посідає альтернативна методика оцінювання, запропонована М.Гібсоном для країн з перехідною економікою. Економетрична модель М.Гібсона базується не на суто управлінському, а на економетричному підході до оцінки результативності управління корпорацією. Для розрахунку індикатора корпоративного управління Майкл Гібсон (Michael S. Gibson) [3]

запропонував оцінювати якість корпоративного управління не за механізмами, як це робить більшість дослідників, а за результатами діяльності компанії (продажі, прибуток, заборгованість і т.д.). Такий підхід дозволяє оцінити рівень задоволення не формально-управлінських інтересів акціонерів та зацікавлених осіб, оскільки у різних груп він може бути діаметрально протилежний, так само, як і ефективність застосування ними стандартних управлінських процедур, а вплив корпоративного управління на розвиток акціонерного товариства як бізнесу. Відповідно, такий підхід є, на наш погляд, ефективним доповненням до наведених вище критеріїв та методик оцінювання.

На наш погляд, вирішення проблеми інформування про стан корпоративного управління в Україні можливе шляхом розроблення інтегрованого комплексного показника рівня корпоративного управління – індексу корпоративного управління.

В основу розроблення та використання індексу корпоративного управління мають бути покладені наступні ключові принципи:

- наукової обґрунтованості індексу;
- прозорості методики обчислення індексу;
- максимальної формалізації показників, які враховуються при обчисленні індексу та порядку визначення їх кількісного значення при оцінці;
- використання лише відкритої та доступної офіційної інформації для оцінювання кожного показника, який входить до складу індексу;
- періодичність обчислення індексу;
- гнучкість використання індексу за рахунок його внутрішнього структуривання.

Дотримання зазначених принципів побудови та обчислення індексу забезпечить досягнення наступних параметрів:

- об'єктивність індексу завдяки застосуванню науково обґрунтованих підходів до побудови індексу та достовірної статистичної та фактологічної інформації для його обчислення;
- придатність методики обчислення індексу або його складових для використання широким колом зацікавлених осіб (реплікативність індексу);
- можливість використання індексу (його складових) для постійної оцінки

(моніторингу) стану корпоративного управління як на загальнодержавному рівні, так і для оцінки рівня корпоративного управління в окремій корпорації, що досягається завдяки комплексного підходу та інтегрованості окремих складових індексу до одного показника.

Головним призначенням індексу корпоративного управління повинно стати інформування органів державної влади та управління, учасників корпоративних відносин, потенційних вітчизняних та іноземних інвесторів, широких кіл громадськості про стан корпоративного управління в країні (корпоративний клімат) шляхом обчислення інтегрального комплексного показника якості корпоративного управління для макро- та мікрорівнів національної економіки.

Протягом 2003-2005 років фахівцями Українського інституту розвитку фондового ринку провадилося дослідження порівняльних переваг та недоліків зазначених зарубіжних методик обчислення індикаторів корпоративного управління. За результатами проведеного дослідження було розроблено власну модель інтегрального індексу корпоративного управління (CGI) [9, с.8-9].

Запропонована структура інтегрального індексу корпоративного управління (CGI), містить три складові:

– індекс рівня розвитку корпоративного права в країні (CGI-1). Завдання цього індексу – визначення рівня корпоративного права в країні на основі визначення ступеня відповідності діючих в країні актів законодавства (законів та підзаконних актів органів влади), які стосуються питань корпоративного управління, принципам корпоративного управління ОЕСР;

– індекс рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2). Завдання індексу – оцінка ступеня та якості регуляторного впливу на ключові процеси (питання) корпоративного управління, визначені в індексі (CGI-1), з боку уповноважених органів державної влади (наявність, достатність, концентрація/розпорошення повноважень органів влади в сфері регулювання корпоративних відносин тощо);

– індекс рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-

3). Основне завдання індексу CGI-3 – оцінювання на рівні корпорації ступеня та якості розвитку рівня корпоративного управління та корпоративної культури, за ключовими ознаками визначеними в індексі (CGI-1), здатності корпорації самостійно вирішувати спірні (конфліктні) питання у сфері корпоративного управління, а також впливу рівня корпоративного управління на розвиток корпоративних фінансів цього підприємства та, відповідно, економічні інтереси учасників корпоративного управління (в першу чергу інвесторів).

Інтегральний індекс корпоративного управління (CGI) розраховується як сумарний показник індексів CGI-1, CGI-2 та CGI-3 з урахуванням визначеного в методиці обчислення цього індексу співвідношення (ваги) кожної зі складових.

Методика побудови індексу корпоративного управління розроблялася з урахуванням вимог Принципів корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), Національних Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 р. №571, модельного законодавства країн СНД про акціонерні товариства, Рекомендацій з найкращої практики управління для акціонерних товариств України, схвалених рішенням Державної комісії з цінних паперів України від 02.06.2002 р. № 190.

До оцінюваних показників *Індексу рівня розвитку корпоративного права в країні CGI-1* включені основні положення Принципів корпоративного управління ОЕСР, які повинні бути врегульовані національними нормами корпоративного права. Ключові принципи ОЕСР формалізовані у вигляді конкретних вимог та положень (показників), які повинні бути врегульовані нормами національного корпоративного права.

Оцінювання кожного такого показника (вимоги) повинні здійснити експерти шляхом встановлення наявності/відсутності конкретних норм у вітчизняному законодавстві та відповідності/невідповідності їх принципам корпоративного управління ОЕСР (за визначеною шкалою).

Результати опитування експертів за кожним показником розраховуються як середньоарифметичне значення виставлених оцінок. Підсумкове значення за кожним показником не може перевищувати показника повної відповідності (+1) або бути меншим показника повної невідповідності (-1).

Розроблені ОЕСР принципи корпоративного управління сформульовані таким чином, щоб охопити різні існуючі моделі корпоративного управління [10].

Конкретно наголошується на п'яти принципах; зокрема система корпоративного управління має:

- 1) захищати права акціонерів;
- 2) забезпечувати однакове відношення до акціонерів;
- 3) регулювати діяльність зацікавлених осіб в управлінні корпорацією;
- 4) забезпечувати своєчасне і точне розкриття інформації та її прозорість (у тому числі фінансовий стан, результати діяльності, склад власників і структура управління);
- 5) забезпечувати стратегічне керівництво товариством, ефективність контролю над діяльністю правління з боку наглядової ради, а також відповідальності ради перед товариством та акціонерами.

При проведенні оцінки експертами показників, які характеризують захист прав акціонерів, необхідно враховувати, що корпоративне законодавство повинно включати такі норми, які передбачають:

- існування інституту незалежних реєстраторів;
- наявність надійних методів реєстрації прав власності;
- можливість безперешкодної переєстрації прав власності;
- право на отримання необхідної інформації про товариство;
- право доступу до участі та голосування на загальних зборах акціонерів;
- право участі у виборах органів управління (рада, правління);
- наявність механізмів кумулятивного голосування;
- право на отримання частки прибутку (дивідендів);
- можливість отримання всієї актуальної інформації щодо загальних зборів акціонерів;
- можливість впливу на формування порядку денного загальних зборів;
- прозорість структури капіталу та афілійованості власників;

– наявність норм, що регулюють набуття корпоративного контролю;

– регулювання угод, щодо яких існує зацікавленість, та значних угод;

– заборона щодо застосування механізмів, які перешкоджають поглинанню товариства;

– прозорість інвестиційної та дивідендної політики товариства.

При проведенні оцінювання однакового відношення до акціонерів необхідно врахувати, що корпоративне законодавство повинно включати норми, які передбачають:

– однакові права голосу за акціями одного класу. Доступність інформації щодо прав голосу за акціями усіх категорій;

– голосування за дорученням акціонерів як волевиявлення власника акцій;

– забезпечення рівного ставлення до усіх акціонерів на загальних зборах;

– заборона щодо угод з акціями товариства, укладених з використанням інсайдерської інформації;

– повідомлення членами ради та правління про існування їх майнової зацікавленості в угодах (питаннях діяльності) товариства;

– відсутність положень (норм) в корпоративному або іншому законодавстві, що установлюють особливі права окремих категорій власників акцій одного класу.

При проведенні оцінювання регулювання діяльності зацікавленості осіб в управлінні корпорацією необхідно врахувати наявність у корпоративному законодавстві наступного:

– наявність норм, спрямованих на захист прав зацікавлених осіб;

– забезпечення ефективного захисту в разі порушення прав зацікавлених осіб;

– наявність норм, що надають можливість участі зацікавлених осіб у заходах, спрямованих на підвищення ефективності діяльності товариства;

– забезпечення доступу заінтересованих осіб, які беруть участь у корпоративному управлінні, до необхідної інформації.

При проведенні експертами оцінювання норм законодавства щодо забезпечення своєчасного і точного розкриття інформації необхідно врахувати, що корпоративне законодавство повинно включати такі норми, які прямо передбачають вимоги до розкриття

інформації акціонерними товариствами або спонукають до визначення системи розкриття інформації в статутних документах товариства. Важлива інформація, що підлягає розкриттю, включає, але не обмежується інформацією про:

– результати фінансової та операційної діяльності товариства;

– завдання товариства;

– володіння значними пакетами акцій та правом голосу;

– членів ради та правління, а також розмір їхньої винагороди;

– значущі фактори ризику, що можна спрогнозувати;

– важливі питання, які пов'язані з працівниками та іншими заінтересованими особами;

– структуру і політику управління товариством.

Також необхідно враховувати, що інформація повинна готуватися, перевірятися та розкриватися відповідно до високих стандартів якості бухгалтерського обліку, розкриття фінансової й не фінансової інформації та аудиту. Канали розповсюдження інформації мають передбачати рівноправний, своєчасний та не пов'язаний із надмірними витратами доступ користувачів до необхідної інформації.

При проведенні оцінювання норм корпоративного законодавства щодо забезпечення стратегічного керівництва товариством, ефективності контролю над діяльністю правління з боку наглядової ради, а також відповідальності ради перед товариством та акціонерами необхідно звернути увагу на:

– наявність законодавчих вимог стосовно того, що рада повинна діяти в інтересах товариства, враховуючи при цьому інтереси акціонерів, працівників та громадського добробуту;

– врахування інтересів усіх категорій акціонерів при прийнятті радою своїх рішень;

– рада повинна враховувати інтереси зацікавлених осіб та забезпечити дотримання законодавства, що регулює відповідні відносини (трудового, цивільного, господарського та ін.);

– вироблення корпоративної стратегії, планів дій, політики управління ризиками, загальний нагляд за роботою правління та товариства, а також витратами та доходами;

– визначення радою розміру

винагороди для конкретних ключових управлінських кадрів, отримання регулярних звітів виконавчого органу товариства в обсязі, достатньому для здійснення нагляду за діяльністю менеджменту, мати повноваження щодо звільнення управлінців, щодо діяльності яких радою прийняте обґрунтоване негативне рішення, можливість ради брати безпосередню участь у процесі підбору та призначення ключових кадрів;

– наявність норм, якими визначено граничні вимоги до порядку перегляду винагороди членів ради та правління, забезпечення прозорого процесу висунення кандидатів до обрання членів ради;

– наявність норм, якими визначено повноваження та вимоги до діяльності ради зі запобігання та врегулювання корпоративних конфліктів, порядку здійснення контролю за угодами з участю афілійованих осіб;

– необхідність закріплення за радою повноважень щодо забезпечення правильності бухгалтерського обліку, фінансової звітності та контролю за дотриманням законодавства, зокрема шляхом проведення за рішенням ради незалежних аудиторських перевірок, створення систем внутрішнього контролю (аудиту), підпорядкованого безпосередньо раді товариства;

– законодавче визначення обов'язків ради постійно здійснювати моніторинг ефективності корпоративного управління, розробляти пропозиції щодо його вдосконалення та приймати відповідні рішення щодо змін існуючих процедур корпоративного управління в межах своєї компетенції;

– віднесення до обов'язків ради здійснення контролю за процесом розкриття та поширення інформації про діяльність товариства, який здійснюється відповідно до вимог чинного законодавства та статутних документів товариства;

– забезпечення законодавством достатнього рівня незалежності ради в своїх судженнях з усіх питань, віднесених до її компетенції, та від правління (зокрема шляхом обмеження залучення до ради осіб, афілійованих з товариством або його правлінням, а також працівників товариства);

– законодавче закріплення

мінімальних вимог щодо достатності часу, який член ради має приділяти виконанню своїх обов'язків, вимоги до рівня кваліфікації члена ради, який відповідає його посаді та обов'язкам, тобто робота членів ради має бути організована на постійних засадах;

– забезпечення доступу членів ради до своєчасної та достовірної інформації від товариства, та можливості за потреби залучати за рахунок товариства до аналізу такої інформації незалежних експертів та аудиторів.

До структури *Індексу рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2)* включено наступні показники:

1. Наявність спеціального регуляторного органу з відповідними повноваженнями та ефективність здійснення ним правозастосування в сфері корпоративного управління.

2. Ефективність судового захисту прав акціонерів та інших учасників корпоративних відносин.

3. Дієвість функціонування громадських та інших саморегулювальних організацій із захисту прав акціонерів.

Оцінювання регуляторного впливу за кожним напрямом буде здійснюватися шляхом оцінювання наявності/відсутності повноважень у відповідних органах державної влади та управління, а також саморегулювальних та громадських об'єднань у цій сфері, відповідності/невідповідності застосування цих повноважень принципам ОЕСР, визначених у Методиці питань.

При проведенні оцінювання експертами показників, які характеризують діяльність спеціального регуляторного органу з відповідними повноваженнями та ефективність здійснення ним правозастосування в сфері корпоративного управління необхідно враховувати наступне:

– рівень достатності повноважень ДКЦПФР з питань регулювання корпоративних відносин;

– зменшення/збільшення кількості звернень до уповноваженого органу з боку учасників корпоративних відносин з приводу порушення їхніх прав;

– зменшення/збільшення кількості виявлених порушень корпоративного законодавства в результаті проведених перевірок;

– зменшення/збільшення кількості заходів адміністративного впливу, застосованих щодо порушників корпоративного законодавства.

При проведенні оцінювання експертами показників, які характеризують ефективність судового захисту прав акціонерів та інших учасників корпоративних відносин, необхідно врахувати наступне:

– відсутність/наявність можливості судового захисту прав учасників корпоративного управління;

– зменшення/збільшення кількості позовів з боку акціонерів з приводу порушення їхніх прав, за якими було прийнято рішення на користь позивача;

– збільшення/зменшення кількості судових рішень з питань корпоративного управління, які були відмінені судами вищої інстанції;

– збільшення/зменшення кількості протилежних судових рішень за аналогічними позовами в сфері корпоративного управління;

– відсутність/наявність відкритої систематизованої інформаційної бази судових рішень з питань корпоративного управління та узагальнення судової практики з цих питань.

При проведенні оцінювання експертами показників, які характеризують дієвість функціонування громадських та інших саморегулювальних організацій із захисту прав акціонерів, доцільно розглянути:

– наявність/відсутність незалежних організацій захисту прав акціонерів;

– наявність/відсутність практики представлення інтересів акціонерів незалежними організаціями в суді та органах виконавчої влади;

– наявність/відсутність практики залучення державними органами незалежних організацій до розроблення (експертизи) проектів законодавчих та нормативних актів з питань корпоративного управління.

Значення CGI-2 обраховується як середньоарифметичне значення показників та не може перевищувати показника повної відповідності (+1) або бути меншим показника повної невідповідності (-1) принципам корпоративного управління ОЕСР діючої в Україні системи регулятивного впливу на корпоративні відносини.

Показники, які включаються до

складу *Індексу рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах CGI-3*, розподілено на чотири групи:

1. Оцінка ключових положень статутних та внутрішніх документів, що характеризують якість корпоративного управління.

2. Показники, які відображують практику застосування принципів ОЕСР на даному підприємстві (за основними напрямками, визначеними в індексі CGI-1).

3. Показники, які відображують здатність корпорації дотримуватися корпоративного законодавства та вирішувати корпоративні конфлікти самостійно (зокрема, наявність/відсутність: виявлених контролюючими органами порушень корпоративного законодавства та прав інвесторів, рішень судів по корпоративних конфліктах на цьому підприємстві, інформації щодо корпоративних конфліктів на підприємстві в засобах масової інформації тощо).

4. Показники, які відображують вплив практики корпоративного управління підприємства на результати його господарської діяльності (корпоративні фінанси).

Оцінювання показників за 1-3 групами буде здійснюватися шляхом оцінки наявності (наявність/відсутність). Оцінювання показників за 4 групою здійснюватиметься відповідно до обраної базової моделі аналізу фінансових показників.

При проведенні оцінювання експертами показників, які характеризують ключові положення статутних та внутрішніх документів, необхідно врахувати таке:

– обов'язкова наявність незалежного реєстратора;

– можливість делегування раді повноважень на затвердження умов договору з незалежним реєстратором;

– відсутність у документах обмежень на відчуження акцій чи перехід права власності на них;

– наявність доступних і чітких процедур одержання інформації, передбаченої законодавством для надання товариством акціонерам;

– закріплення в документах АТ повної чіткої процедури проведення зборів акціонерів;

– наявність пункту про можливість

кумулятивного голосування при обранні ради акціонерного товариства;

- чітка визначеність процедури нарахування і виплати дивідендів;
 - наявність норм, що регулюють укладання угод з пов'язаними особами;
 - наявність норм захисту прав міноритарних акціонерів шляхом обов'язкового викупу акцій (у випадках реорганізації), порушення прав акціонерів;
 - наявність положення про рівні права власників однієї категорії акцій;
 - відсутність норм та процедур, які обмежують або розширюють права певної групи акціонерів;
 - наявність положення про особливу процедуру укладання угод з керівництвом;
 - наявність у документах прописаних процедур залучення до прийняття управлінських рішень трудового колективу, ділових партнерів, інвесторів;
 - наявність у документах механізмів стимулювання працівників;
 - наявність норм стосовно розкриття інформації частіше та повніше порівняно з чинним законодавством;
 - встановлення чітких технологічних процедур отримання зацікавленими особами інформації;
 - визначення у компетенції ради права контролю за господарською діяльністю;
 - визначення у компетенції ради можливості впливу на виконавчий орган товариства шляхом прийняття обов'язкових для правління рішень;
 - наявність чітко вираженої процедури роботи ради як постійно діючого органу управління;
 - наявність внутрішнього кодексу корпоративного управління, який враховує викладене вище.
- При проведенні оцінювання експертами показників, які характеризують вплив практики корпоративного управління підприємства на результати його господарської діяльності (корпоративні фінанси), необхідно врахувати наступне:
- зростання/зниження обсягів виробництва продукції;
 - зростання/зниження фінансових результатів господарської діяльності;
 - зростання/зниження показника чистого прибутку в розрахунку на акціонерний капітал;
 - зростання/зниження ринкової капіталізації підприємства;
 - зростання/зниження показника

- витрат прибутку на виплату дивідендів;
- зростання/зниження показника дивідендної дохідності акцій;
- зростання/зниження розміру статутного капіталу товариства;
- зростання/зниження розміру власного капіталу товариства.

Узагальнене значення індексу розраховується як сума оцінок показників з урахуванням коефіцієнта співвідношення (ваги) кожного з акціонерних товариств, включених до обрахунку індексу, відповідно до їх частки в загальній сумі власних капіталів всієї групи відібраних підприємств.

Інтегральний Індекс корпоративного управління в Україні (CGI) розраховується як сумарний показник індексів CGI-1, CGI-2 та CGI-3, з урахуванням визначеного в Методиці обчислення цього індексу співвідношення (ваги) кожної зі складових, за формулою:

$$CGI = CGI-1 \times 1/3 + CGI-2 \times 1/3 + CGI-3 \times 1/3$$

де CGI-1 – значення індексу рівня розвитку корпоративного права в Україні, обчисленого на відповідну дату розрахунку;

CGI-2 – значення індексу рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в Україні, обчисленого на відповідну дату розрахунку;

CGI-3 – значення індексу рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах, обчисленого на відповідну дату розрахунку.

Значення інтегрального індексу корпоративного управління в Україні (CGI) не може перевищувати показника повної відповідності (+1) або бути меншим показника повної невідповідності (-1) діючої в Україні системи корпоративного управління принципам корпоративного управління ОЕСР.

Висновки

1. Інтегральний індекс корпоративного управління (CGI) та окремі його складові – індекси CGI-1, CGI-2 та CGI-3 змодельовані відповідно до критеріїв, встановлених визнаними у світі Принципами корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) та адаптовані для оцінювання національної правової та економічної систем відносно у сфері корпоративного управління.

При цьому враховані також найкращі практики застосування індикаторів корпоративного управління, які існують в інших країнах.

2. Виходячи з рівної значущості показників ефективності правового регулювання питань корпоративного управління, адекватності та ефективності системи захисту визначених законодавством прав учасників корпоративного управління на рівні органів виконавчої та судової влади, а також: наявності практичного дотримання на рівні акціонерних товариств визначених законодавством прав та обов'язків учасників корпоративного управління, можна погодитись, на наш погляд, з встановленням однакового співвідношення (питомої ваги) складових інтегрального індексу корпоративного управління. В той же час, з суттєвим покращенням рівня оцінки показників складових CGI-1, CGI-2, які характеризують застосування корпоративного права та правозастосування в цій сфері, співвідношення питомої ваги цих складових порівняно з компонентою мікро-рівня – CGI-3 може бути зменшено.

3. При обчисленні індексу корпоративного управління необхідно враховувати наступне:

- джерелами інформації можуть виступати лише загальнодоступні та оприлюднені документи, факти та цифри відповідно до принципів, покладених в основу розроблення методики обчислення індексу рівня корпоративного управління (CGI);

- для оцінювання показників індексу рівня розвитку корпоративного права в країні (CGI) та індексу рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2) використовувати лише оприлюднені на дату розрахунку індексу тексти законодавчих та нормативних актів з питань корпоративного управління та державного регулювання цих відносин;

- для оцінки показників індексу корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-3) використовувати лише зареєстровані на дату оцінювання редакції статутних документів та чинні редакції, затверджені у встановленому порядку, внутрішніх документів товариства з питань корпоративного управління, а також інфор-

мацію, офіційно оприлюднену корпорацією відповідно до чинного законодавства України (регулярна та особлива інформація, фінансова звітність, оприлюднені в офіційних засобах масової інформації), котирування цінних паперів корпорації, оприлюднене біржею (торговельною системою), публічну інформацію про накладання санкцій за результатами виявлених порушень законодавства в сфері корпоративного управління тощо.

4. Запропонований інтегральний індекс корпоративного управління (CGI) може бути безпосередньо використано для оцінювання:

- поточного рівня корпоративного управління в країні;
- динаміки розвитку корпоративних відносин за обстежувані періоди.

При цьому модульна структура індексу дозволяє проводити динамічне оцінювання як в цілому (за всіма рівнями корпоративного управління), так і за окремими складовими інтегрального індексу (по кожному з індексів (CGI-1, CGI-2, CGI-3), а також по окремих питаннях (показниках), які входять до складу цих індексів.

Індекс рівня розвитку корпоративного права в країні (CGI-1) може бути використано як самостійний показник в оцінюванні розвитку правового забезпечення корпоративного управління в країні.

Індекс рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2) може бути використано як самостійний показник в оцінюванні розвитку державного регулювання корпоративного управління в країні.

Індекс рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-3) може бути використано як самостійний показник для оцінювання рівня корпоративного управління на конкретному підприємстві, а також як середній показник рівня корпоративного управління промислово-фінансової групи, холдингу, підприємств галузі або певної категорії підприємств у цілому.

5. Інтегральний індекс корпоративного управління (CGI) у перспективі може бути використано для наступних додаткових цілей:

- використання інтегрального індексу корпоративного управління (CGI)

для порівняння рівня розвитку корпоративного управління в різних країнах з перехідною економікою;

– використання індексів CGI-1 та CGI-2 для розроблення рекомендацій органам влади та управління щодо напрямів удосконалення правового та регуляторного забезпечення корпоративного управління в країні;

– використання індексу CGI-3 для формування репрезентативного рейтингу корпорацій;

– використання інтегрального індексу (CGI) при подальшому розробленні індексів інвестиційної привабливості (країн, регіонів, галузей, підприємств).

6. Також, на наш погляд, при обчисленні індексу корпоративного управління необхідно враховувати ризики, які складаються з факторів:

1) суб'єктивного встановлення співвідношення (ваги) кожного з індексів для обчислення інтегрального індексу;

2) суб'єктивного оцінювання експертами окремих показників індексу (в першу чергу пов'язаних з оцінкою якості норм діючого законодавства, ефективності регуляторного впливу окремих гілок влади, достатності норм внутрішніх документів корпорації з врегулювання окремих питань корпоративного управління тощо);

3) поточної політики держави як власника корпоративних прав;

4) свідомого провокування окремими учасниками корпоративного управління корпоративних конфліктів як важеля при досягненні власних цілей, не пов'язаних з інтересами корпорації та інших учасників корпоративного управління.

Зазначені ризики, на нашу думку, можуть бути суттєво знижені шляхом:

- додаткового попереднього експертного опитування щодо співвідношення (ваги) складових інтегрального індексу, проведеного до початку його публічного застосування;

- залучення до проведення оцінювання достатнього кола кваліфікованих незалежних респондентів (визнаних фахівців у сфері корпоративного управління, які не мають зацікавленості у впливі на обрахунок та значення відповідних складових індексу).

Література

1. McKinsey & Company // www.mckinsey.com/practices/
2. С.Москвін. Індикатори корпоративного управління // Акціонерне товариство, №5-6, 2003 р., с.59-63
3. Michael S. Gibson. Corporate Governance not effective in the transitional economics? // <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1999/199963/199963pap.pdf>
4. Crichton-Miller, D.; Worman, P.B.: Seeking a structured approach to assessing Corporate Governance Risk in Emerging Markets. Institute of International Finance 1999
5. Katarzyna Dabrowska, Marcin Gruszczynski.: Corporate Governance Risk Survey in Poland. Merit Research Working ePapers, No 3, June 2002
6. The UTI Institute of Capital Markets. // http://www.utiiicm.com/Corp_Govr_meth.htm
7. <http://www.davisglobal.com/publications/lcgi/LCGI2001-execsum.pdf>
8. С.Москвін. Індикатори корпоративного управління // Цінні папери України, №11 від 20 березня 2003 р., с.9-10
9. Д.Леонов. Індекс рівня корпоративного управління в Україні // Цінні папери України, №11 від 20 березня 2003 р., с.8-9
10. Принципи корпоративного управління ОЕСР // Міжнародні та національні стандарти корпоративного управління (збірник кодексів та принципів) – Міжнародна фінансова корпорація член групи Світового банку, Проект «Корпоративний розвиток в Україні» – К., 2002, 247 с., с.13-40
11. Національні Принципи корпоративного управління України, затверджені рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 р. № 571,
12. Рекомендації з найкращої практики управління для акціонерних товариств України, схвалені рішенням Державної комісії з цінних паперів України від 02.06.2002 р. № 190.