

сприяння послабленню монополізму; вплив на структуру економіки та якісну характеристику валового внутрішнього продукту; розвиток раціональних форм управління; швидка реалізація інновацій тощо.

4.2. Розвиток акціонерного підприємництва та корпоративного сектора національної економіки

4.2.1. Роздержавлення і приватизація як початковий етап формування корпоративного сектора

Процес становлення акціонерного підприємництва в Україні здійснювався в межах загальної трансформації адміністративно-командної економічної системи в ринкову економіку, що обумовило організаційно-правові особливості забезпечення функціонування корпоративної власності. Інституційною детермінантою розбудови корпоративного сектора у роки ринкової трансформації економіки України стала майже цілковита відсутність традицій підприємництва, законодавчої бази та відповідної господарської культури. На відміну від багатосотлітньої еволюції корпоративних організацій у інших країнах історичний розвиток корпоративних відносин у вітчизняній господарській практиці був нетривалим та дискретним. Це зумовило необхідність прискореної трансформації інституційної структури суспільства, що відбувалася переважно на основі запозичення західного досвіду, інституційних норм і механізмів підприємництва.

Практично в усіх країнах з перехідною економікою у процесі та/або після приватизації спостерігалася тенденція до високого рівня концентрації власності. В Чехії, Угорщині та Польщі в середині 90-х років 98% досліджуваних компаній середнього розміру мали домінуючого власника. При цьому середня величина частки капіталу, яка перебувала у власності основного акціонера, коливалась в межах 50–85%⁶⁸⁰. Не стала винятком і Україна, де внаслідок процесу приватизації також сформувалася тенденція до високої концентрації власності.

На початковому етапі, що припав на початок 1990-х років, формування корпоративного сектора відбувалося у процесі заснування но-

⁶⁸⁰ Радыгин А., Архипов С. Собственность, корпоративные конфликты и эффективность. *Вопросы экономики*. 2007. № 11. С. 117.

вих акціонерних товариств та реорганізації приватних підприємств у корпоративні утворення та акціонування державних підприємств, що набула масового характеру із початком приватизаційного процесу з моменту ухвалення Закону України «Про приватизацію майна державних підприємств» від 04.03.1992 р.

Процес корпоратизації розпочався в межах першої Державної програми приватизації (була запланована на період з 1992 по 1994 рр.), яка так і не була виконана, оскільки у 1993 р. Верховною Радою України було накладено мораторій на приватизацію невеликих державних підприємств до введення в обіг національної грошової одиниці. Впродовж 1992 р. було приватизовано лише 1% від загальної кількості підприємств, що були визначені об'єктами приватизації (переважно орендних підприємств, що перейшли у власність трудових колективів на підставі договорів оренди з викупом). Мораторій на продаж невеликих підприємств скерував процес приватизації у нетрадиційному напрямі – із процесу першочергової приватизації були виключені невеликі державні об'єкти таких традиційних для малої приватизації галузей, як: побутове обслуговування, легка та харчова промисловість. Натомість, на відміну від загальноприйнятої світової практики, об'єктами роздержавлення на цьому етапі стали насамперед крупні підприємства-монополісти, які планувалось включити до програми приватизації лише за умови формування необхідних ринкових умов та відповідної їм інституційної структури та інфраструктури.

Зосередженість приватизаційного процесу в сегменті крупних підприємницьких структур об'єктивно спричинила викривлення механізмів масової приватизації, що орієнтована на широку цільову аудиторію і використання сертифікатів власності, та формування асиметричних умов інвестування у корпоративний сектор для великих та дрібних інвесторів.

Проте саме на цьому етапі зросла засновницька активність: якщо у 1991 р. кількість акціонерних товариств становила лише 38, то через два роки – у 1993 р. вона зросла до 3342, тобто майже у 88 разів. Природно, що така прискорена динаміка розвитку корпоративного сектора була зумовлена не так внутрішніми рушіями – як от підприємницька активність, а радше простимульована державними преференціями, що надавала приватизаційна програма для заохочення

підприємницької діяльності в організаційно-правовій формі акціонерних компаній.

Цьому етапу було притаманне поширення акцій підприємств, які випускали на певну частину статутного фонду та виступали як спосіб додаткової мобілізації фінансових ресурсів. Уже на початковому етапі приватизації, що отримав назву номенклатурної, основним суб'єктом приватизації стала пострадянська бюрократія, що, успадкувавши від своїх попередників – радянської номенклатури та керівників державних підприємств – усю повноту економічної влади, посіла домінуючі позиції в процесі роздержавлення. Основними механізмами номенклатурної приватизації стали асиметричний доступ до інформації та владних ресурсів, пільгових державних кредитів та адміністративних преференцій. На цьому етапі власність отримували здебільшого, колишні керівники державних підприємств, які подекуди не набували навіть номінальних корпоративних прав. У результаті такої інституційної трансформації сформувався клас псевдовласників, які розпоряджалися майном акціонованих підприємств та їх доходами в особистих інтересах, юридично не перебуваючи власниками та не несучи відповідальності за результати такого господарювання. Об'єктивно така ситуація не сприяла формуванню інституту приватної власності та прозорих форм контролю за дотриманням прав власності.

За таких обставин, приватизаційний процес по суті перетворився на бюрократичний перерозподіл державної власності у приватну, коли відбулися злиття політичної еліти з бізнес-елітою та формування своєрідної приватно-бюрократичної власності, де домінуючою стала її номенклатурна складова. Неринковий за своїм характером приватизаційний процес унеможливив конкурентний перерозподіл капіталів та заклав тим самим деформуючі рамкові умови для подальшого розвитку структури корпоративної власності в Україні.

Одним із наслідків бюрократичного перерозподілу власності стало збереження керівних позицій старого управлінського апарату, неефективна діяльність якого свого часу спричинила кризовий стан та необхідність реструктуризації. Тому корпоратизація не лише не сприяла створенню ефективної структури власності та системи управління нею, а подекуди навіть призвела до консервації неефективних організаційно-управлінських структур на акціонерних підприємствах. Невиконання функцій оновлення кадрового складу» стало типовою тен-

денцією, притаманною вітчизняній традиції господарювання ще з радянських часів, що не лише виступає бар'єром підвищення ефективності економіки, а й призводить до появи у акціонерів додаткових трансакційних витрат, причому значних, оскільки вони включають всі втрати від неефективного управління. Таким чином, відбувається обмеження прав акціонерів (насамперед міноритарних), яке виявляється у відсутності ефективних механізмів впливу на управління та у реальному недоотриманні доходів у вигляді дивідендів, які зменшуються за рахунок зростання трансакційних витрат. Порівняння цієї частини витрат із типовими агентськими свідчить, що, на відміну від останніх, витрати, пов'язані із процедурою консервації неефективних менеджерських практик, не приносять акціонерам-власникам таких додаткових позитивних ефектів, як збільшення можливостей контролю та зміцнення довіри до контрактів з агентами.

На етапі «масової приватизації» (1995–1998 рр.) більшість із близько 50 тис. приватизованих підприємств було акціоновано. До процесу корпоратизації великих і середніх державних підприємств, що здійснювалась переважно через продаж акцій відкритих акціонерних товариств, створених на базі майна цих об'єктів, долучилася значна кількість населення. Суб'єктами акціонування на цьому етапі приватизації стали: значна кількість фізичних осіб інвесторів, які отримали у власність дрібні пакети акцій; керівники державних підприємств, які шляхом викупу акцій на привілейованих умовах сконцентрували у своїх руках значні пакети акцій, тим самим заклавши підґрунтя для інсайдерського контролю; держава, що за результатами приватизації зберегла за собою значну частку корпоративної власності.

Основою приватизаційної реструктуризації державної власності стали майнові та компенсаційні сертифікати, а також акції пільгового розміщення, що й визначило специфіку та назву цього етапу – «сертифікатна», або «паперова», приватизація. Проте для конвертації сертифікатів у реальні частки державної власності не було створено необхідних інституційних механізмів, оскільки така модель приватизації мала на меті залучення широких верств населення до процесу перерозподілу власності, але не враховувала реальні потреби національної економіки. На цьому етапі головними учасниками корпоратизації стали працівники підприємств та їх керівництво, які користувалися пільговими умовами та несиметричним доступом до важливої інформації при купівлі акцій.

Унаслідок такого перебігу корпоратизації державна власність була конвертована в пайові цінні папери і практично безоплатно передана різним індивідуальним власникам, серед яких найбільша питома вага належала трудовим колективам роздержавлюваних підприємств.

Не пройшовши реального шляху еволюційного акціонерного нагромадження капіталів та не маючи практичного досвіду функціонування ринкових інститутів, Україна, як і більшість постсоціалістичних країн, обрала за еталон для розбудови корпоративного сектора модель «розпорошеної» акціонерної власності (т. зв. аутсайдерську модель корпоративного сектора), що базується на ліберальних принципах ринкової саморегуляції. В результаті приватизації державних активів, конвертованих у цінні папери, відбувся масштабний перерозподіл власності серед міноритарних акціонерів. Разом із тим, унаслідок несформованості системи захисту прав власності, зокрема прав на залишковий дохід та контроль, розпорошена корпоративна власність не набула реального економічного змісту, що, своєю чергою, стало бар'єром ефективного розвитку корпоративного сектора у постприватизаційний період.

Уже на перших етапах свого формування модель корпоративного управління, орієнтована переважно на здійснення зовнішнього контролю, виявилася неадекватною рівню розвитку інституційного середовища: її становлення та усталення відповідних норм у практиці взаємодії корпоративних учасників блокувалося відсутністю або недостатнім розвитком більшості необхідних елементів ринкової інфраструктури (фондового ринку, реєстраційної та депозитарної систем тощо). Ефективність системи корпоративного управління значно обмежувалась інституційною неспроможністю держави як регулятора та гаранта захисту прав власності. Таким чином, сам по собі процес приватизації та передача державної власності у приватні руки не створили конкурентного ринкового середовища та ефективних власників у корпоративному секторі. Така схема приватизації не сприяла формуванню у акціонерів почуття відповідальності за об'єкт власності та відповідної приватновласницької поведінки, орієнтованої на зростання ефективності та фінансове оздоровлення бізнесу та, зрештою, зумовила вкорінення психології абсентеїзму, що виявилась у тотальній відмові значної маси інвесторів із колосально великого числа акціонерів (близько 17 млн осіб стали власниками акцій) брати участь в управлінні

та контролю за ефективністю використання власних корпоративних прав. Водночас розпорошеність прав акціонерів, абсентеїзм більшості міноритарних акціонерів та відсутність дієвих механізмів корпоративного контролю створила сприятливі умови для подальшої активної концентрації реальних механізмів управління в руках мажоритарних власників.

Разом із тим законодавчо визначені форми і механізми приватизації зумовили концентрацію у державній власності дрібних та розпорошених пакетів акцій, що призвело до неможливості реалізації цілісної державної політики контролю за використанням державно-акціонерної власності та, як наслідок, втрати значної частки державних доходів від володіння корпоративними правами.

Розвиток корпоративного сектора та актуалізована цим необхідність формування засад контролю за використанням акціонерної власності сприяли унормуванню важливих інституційних механізмів корпоративного управління. На другому етапі приватизації було засновано Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку як орган зовнішнього корпоративного контролю й регулювання корпоративних відносин. Також було створено законодавче підґрунтя корпоративних відносин – визначено норми щодо формування тимчасових органів управління акціонерним товариством, системи реєстрів акціонерів та оформлення прав власності на акції.

На цьому етапі були ухвалені Закони України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», створено спеціальний регулюючий орган (Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку), сформовано основні засади інфраструктури фондового ринку.

Лише на третьому етапі приватизації (1999–2002 рр.), коли розпочався продаж державного майна за реальні грошові кошти, корпоратизація набула реального ринкового змісту. Перші спроби проведення продажу за грошові кошти були здійснені ще у 1996 р., але з початком цього етапу значно зросла динаміка реального інвестування. Через комерційні та некомерційні конкурси, грошові аукціони та продаж пакетів акцій на фондових біржах була приватизована значна кількість державних об'єктів: лише у 1999 р. через аукціонні торги було приватизовано кожне третє державне промислове підприєм-

ство; через процедуру грошових конкурсів реалізовано акцій на загальну суму 386,5 млн грн; на фондових біржах та в позабіржових торгах розміщено пакетів акцій на суму 303,9 млн грн.

На цьому етапі переважав продаж великих державних об'єктів та відбулося активне залучення до приватизаційних процесів великих зовнішніх інституційних інвесторів. Найбільш поширеним механізмом приватизації став викуп майна, зданого в оренду з викупом (близько 64% приватизованих підприємств). Водночас продаж акцій відкритих акціонерних товариств (ВАТ) становив найменшу частку – лише 12,6%, за конкурсом і на аукціонах було продано 23,5% майна.

Цей період корпоративного будівництва позначився розширенням біржового та позабіржового обігу акцій, що виявило сприятливий вплив на інституціональне оформлення ринкової інфраструктури та розвиток корпоративного сектора. Також відбувається і внутрішньо-організаційне структурування корпоративного бізнесу: в більшості акціонерних товариств формуються постійно діючі органи управління.

Відчутною стає тенденція до концентрації власності, що виявилась в активному скуповуванні акцій у населення та посиленні боротьби між мажоритарними акціонерами за контроль над акціонерними капіталами. Водночас посилився економічно необґрунтований контроль за діяльністю акціонерних товариств з боку державних органів.

Важливим чинником інституціоналізації корпоративних норм стало ухвалення указу Президента «Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах», яким було визначено основні завдання розбудови корпоративного сектора, а саме: створення умов для реалізації прав та інтересів акціонерів; формування системи оприлюднення інформації; визначення повноважень та ієрархії органів управління в акціонерних товариствах; запровадження загальноновизначених норм корпоративного управління у практику вітчизняного корпоративного бізнесу.

Після 2002 р. приватизація почала поступово втрачати реформаторський потенціал, оскільки її темпи, сфери та умови проведення увійшли у суперечність з економічними інтересами новосформованих підприємницьких груп. Ця зумовило початок тіньового (неприватизаційного) перерозподілу державної власності, найбільш поширеним механізмом якого стали процедури штучно організовано-

го банкрутства. Використання цього механізму створило умови для зміни власника найбільш ліквідних об'єктів (за рахунок погашення заборгованості та без фінансових зобов'язань перед кредиторами); отримання власності за заниженими цінами. У цей же період набули поширення схеми неконкурентного викупу акцій, маніпулювання реєстром акціонерів, активізація механізмів ворожих поглинань та рейдерства, що уможлиблюють встановлення контролю за окремими частками акціонерного капіталу. З'явилися і такі тіньові механізми приватизації, як передавання державних пакетів акцій в управління впливовим національним бізнес-групам. Об'єктивно такі схеми не сприяли формуванню ані ефективної структури корпоративної власності, ані сталої стратегії розбудови корпоративного сектора.

Водночас приватизаційні програми, орієнтовані на побудову розгалуженого корпоративного середовища аутсайдерського типу (зі значним колом учасників-інвесторів та великим числом корпорацій), не враховували, що розвиток корпорацій такого типу у світовій практиці відбувався шляхом їх поступової еволюції від більш закритої приватної до публічної підприємницької корпорації. Процес становлення сучасної вітчизняної корпорації виявився зворотним – від домінування корпорацій аутсайдерського типу до більш «закритих» форм акціонерних компаній, що неминуче призвело до деформації сутності та інституційної форми корпоративних відносин.

Відсутність чітко формалізованих, унормованих у законодавстві правил проведення приватизаційного процесу, створила умови для фактичного привласнення об'єктів державного майна за рахунок асиметричного доступу до інформації та використання непрозорих та не завжди легітимних схем приватизації. Програми приватизації по суті легітимізували контроль інсайдерів шляхом передачі більшої частини прав власності на великі підприємства їх менеджерам. Як наслідок – колишні керівники державних підприємств та їхні довірені особи, які володіли реальним управлінським ресурсом, скористалися можливістю акумуляції значних пакетів акцій, у результаті чого здобули реальний контроль над акціонерним капіталом. Найбільш концентрованим і найменш ефективним виявився інсайдерський контроль в акціонерних товариствах закритого типу, що утворилися в процесі приватизації великих і середніх держав-

них підприємств, частка яких на початок 2000-х років становила $\frac{2}{3}$ акціонерного сектора України.

Асиметричний розподіл інформаційного ресурсу, головним джерелом якого став доступ до ресурсної інформації через неформальні зв'язки із представниками держави, створив передумови для формування привілейованих груп економічних агентів у процесі корпоратизації, які, використовуючи асиметрію інформації, отримали не лише домінуючу частку власності, а й істотні переваги перед аутсайдерами, що фактично були позбавлені можливостей для захисту своїх прав.

Така ситуація об'єктивно ускладнила процеси конкурентного розвитку корпоративної власності, формування системи контролю та концентрації капіталів через консолідацію пакетів акцій. При цьому непрозорість відносин власності, сформованих у результаті приватизації, і до сьогодні унеможливорює розмежування реальних та номінальних власників, що значно ускладнює становлення ефективних механізмів корпоративного контролю. Проблема ускладнюється й тим, що великі акціонерні капітали зосереджені передовсім у стратегічно важливих для національної економіки ресурсних галузях, які, за визначенням, мають бути підконтрольні суспільству. При цьому саме ці акціонерні компанії є утворенням кланового типу із нез'ясованими кордонами і «непрозорою» внутрішньою структурою.

Асиметрія інформації (і відповідно асиметрії можливостей) створила інституційні можливості для концентрації значних часток акціонерних капіталів у руках олігархічних бізнес-груп. Надалі самі ці групи, монополізувавши доступ до інформації, виступають ініціаторами подальшого зростання інформаційної асиметрії, оскільки це уможливорює збереження їхнього монопольного статусу та можливостей отримання частини приватизованого ними та недоотриманого корпорацією доходу – інсайдерської ренти. Зрештою, це спричинює узвичаєння та консервацію неефективних інституційних правил гри та істотно знижує інвестиційну привабливість корпоративного сектора.

Така модель корпоративних відносин є найменш продуктивною з точки зору економічних можливостей корпорації, оскільки вона зорієнтована на трансформацію акціонерної форми підприємництва

у максимально закрити структуру, що суперечить самій її природі. Асиметрія інформації та домінування інсайдерського контролю блокує інвестиційні можливості потенційних акціонерів і, таким чином, виступає обмеженням для розвитку корпоративного сектора загалом.

Саме по собі існування інсайдерського корпоративного контролю не виступає негативною ознакою корпоративних відносин. Проте в умовах українських реалій ця форма контролю є практично необмеженою і перетворюється на бар'єр розвитку, оскільки за відсутності найважливіших інститутів, покликаних урівноважувати його вади, зовнішні інвестори не мають у своєму розпорядженні як інструментів контролю за ефективністю управлінських операцій, так і можливостей ринкової оцінки ефективності дій менеджменту через механізм курсового коливання вартості акцій. Разом із тим недостатній розвиток фондового ринку виступає інституційним обмеженням для застосування такого важливого інструменту зовнішнього корпоративного контролю, як гудвіл, що залежить від іміджу компанії менеджменту та корпорації загалом. Тому реалізація принципу корпоративного управління – «забезпечення прозорості та відкритості інформації», що розглядається як мотиваційний механізм ефективного менеджменту корпорації, втрачає свою актуальність.

Специфічною характеристикою сформованої моделі корпоративних відносин є домінування неформальних норм, які представляють інтереси окремих фінансово-промислових груп, що сформувалися в результаті не завжди легітимного розподілу власності. Оцінюючи наслідки корпоратизації, можна узагальнити, що її головна мета – відокремлення власності від влади, політики від бізнесу – не була досягнута через інституційні обмеження, серед яких асиметрія інформації посіла центральне місце.

Така ситуація в довгостроковому періоді є не вигідною для більшості корпоративних гравців, у тому числі й держави, покликаної забезпечувати сприятливе інституційне середовище для ефективної взаємодії економічних акторів. Розв'язання проблеми можливе лише за умови розроблення відповідної державної стратегії, що передбачає створення законодавчих обмежень для можливостей використання інформаційної асиметрії з метою створення інституційного підґрунтя формування

конкурентного середовища на основі оптимізації можливостей доступу економічних агентів до різних економічних ресурсів.

Особливістю моделі корпоративного устрою в Україні, яка, щоправда, є досить типовою для більшості постсоціалістичних країн, є те, що домінуючим конфліктом є не класичний «принципал-агент конфлікт» (конфлікт між власниками та менеджментом), а конфлікт між міноритарними та мажоритарними акціонерами, інтереси яких представляє цілком підконтрольний їм менеджмент. Вітчизняна модель корпоративного управління характеризується концентрацією контролю в руках великих акціонерів, які досить часто перебирають на себе процес управління бізнесом, унаслідок чого можливості опортуністичної поведінки топ-менеджерів зведені до мінімуму. Прагнучи ще більшої концентрації активів, відповідно, влади в акціонерних компаніях, мажоритарні акціонери, використовують легальні чи напів-легальні механізми обмеження прав дрібних власників, а саме: виведення активів; розмивання структури капіталу через додаткові емісії акцій; процедури злиття та поглинання; трансфертне ціноутворення; асиметрію інформації та відсутність прозорості. Отже, центральна проблема «класичних» моделей – необхідність подолання опортунізму менеджменту – у вітчизняному варіанті виглядає як проблема формування механізмів, що обмежують неправомірні дії контролюючих акціонерів та підпорядкованого їм менеджменту щодо інтересів міноритарних акціонерів.

У межах такої моделі мажоритарні акціонери здебільшого не заінтересовані у формуванні прозорих механізмів корпоративної взаємодії та залученні зовнішніх інвестицій, оскільки це пов'язане із загрозою втрати домінуючих позицій, а отже, і контролю. З іншого боку, інвестори також не заінтересовані вкладати кошти у підприємства, влада в яких фактично належить домінуючій групі акціонерів. Така ситуація, що у науковій літературі дістала назву «дилеми інсайдерів», унеможливує становлення ефективних форм корпоративного контролю та призводить до зниження інвестиційної привабливості корпоративного сектора. Вирішення цієї дилеми потребує розв'язання проблеми вибору: відмови або від планів залучення інвестицій, або від безроздільності свого контролю.

На постприватизаційному етапі продовжився процес тіньової приватизації за рахунок розмивання часток корпоративної власності

держави шляхом застосування механізму додаткової емісії акцій, у результаті якої корпоративні права держави зменшувалися до рівня, що не дозволяв впливати на прийняття управлінських рішень, тощо. При цьому приватні бізнес-групи отримували контроль над стратегічними державними підприємствами без притаманної праву власності відповідальності за результати діяльності підприємств. Означені тенденції призвели до деформації державних корпоративних прав та втрати можливості контролю за їх використанням. Збереження у власності держави значної частини акціонерної власності унеможливило оптимізацію її структури.

Як бачимо, більшість акціонерних товариств в Україні виникли у процесі приватизації, тому важко ототожнювати їх з класичними корпораціями. Інститут акціонерного товариства у процесі формування корпоративного середовища був використаний як механізм бюрократичного перерозподілу капіталу й отримуваного прибутку на користь окремих осіб і водночас позбавлення інших формально належних їм прав власності. Аналізуючи особливості формування корпоративного сектора у процесі приватизації у постсоціалістичних країнах, Дж. Стігліц відзначав, що корпоратизація зазнала «провалу», оскільки не створила достатніх економічних та інституційних передумов для використання потенціалу корпоративної організаційної форми ведення бізнесу. Те, що в західних інституційних рамках розглядається як переваги корпоративного устрою (насамперед мобільність капіталу та обмежувальна макроекономічна політика), в постсоціалістичних умовах стало бар'єром розвитку не лише корпоративного сектора, а й національної економіки загалом. Саме ці параметри змушують вітчизняних акціонерів виводити фінансові активи за кордон, а не інвестувати їх всередині країни. Така ситуація неминуче обмежує інституційні можливості корпоративного сектора та розвитку національної економіки загалом.

Періодом найактивнішої розбудови корпоративного сектора в рамках приватизації стали 1998–1996 рр., коли найбільша частина об'єктів державної та комунальної власності була перетворена у корпоративні структури. Але пік корпоратизації припав уже на постприватизаційний період – 2003 рр., у цей час чисельність акціонерних товариств досягла рекордної позначки – 35 тис.

У постприватизаційному періоді незадовільні результати проведеної приватизації сприяли виникненню ідеї щодо доцільності перегляду її результатів шляхом використання різноманітних варіантів деприватизації, реприватизації, націоналізації. Природно, що така нестабільність економічної політики також негативно вплинула на процес формування корпоративного сектора. Невизначеність основних параметрів взаємодії економічних агентів та перспектив подальшого розвитку підприємництва і до сьогодні виступає інституційним обмеженням для оптимізації структури корпоративного сектора, оскільки рівень розвитку інститутів ринку залежить від очікуваного ризику експропріації власності, виконання контрактів, рівня дотримання законності та правопорядку, ступеня бюрократизації в суспільстві, рівня корупції в державі.

Інституційним обмеженням формування корпоративного управління в Україні стала недосконалість законодавчого поля, що зумовила випереджальний розвиток корпоративного сектора щодо вироблення законодавчих норм, покликаних гарантувати недоторканність права власності, прозорість і захищеність угод. Україна останньою із пострадянських країн ухвалила закон, що регламентує основні корпоративні норми, – Закон України «Про акціонерні товариства» (був ухвалений лише у 2008 р., а чинності набув у 2009 р.). Тобто більш ніж 18 років корпоративний сектор функціонував практично поза правовим полем, що не могло не позначитись на деформації засадничих принципів корпоративних відносин.

Одним із найвпливовіших чинників і водночас екзогенним інституційним обмеженням розвитку українського корпоративного сектора на сучасному етапі стало посилення інтеграційних процесів у світовому економічному просторі та входження національної економіки як самостійного економічного суб'єкта у світове господарське середовище. Значний вплив на формування корпоративних норм мають міжнародні стандарти корпоративного управління, необхідність використання яких як еталона інституційних трансформацій актуалізована європейським вектором розвитку української економіки. В інституційному аспекті це означає необхідність приведення у відповідність до європейських стандартів національних інституційних норм та їх подальшу гармонізацію. Водночас постає важлива проблема вироблення механізмів імплементації запозичених норм у вітчизняне інституційне середовище.