

УДК 65.014.01:336.01

## Підхід «дотримуйся або пояснюй» у контролі дотримання положень кодексу корпоративного управління у Великобританії

**Пасько О.В.**

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри економічного контролю та аудиту  
Сумського національного аграрного університету

**Мартей Е.М.**

аспірант кафедри економічного контролю та аудиту  
Сумського національного аграрного університету

Статтю присвячено дослідженню підходу «дотримуйся або пояснюй» у дотриманні вимог кодексу корпоративного управління у Великобританії в контексті аналізу основних характерних ознак і аспектів, що можуть стати на заваді даному підходу в Україні. Виявлено, що цей підхід має досить високу ефективність у Великобританії (90% компаній FTSE 350 дотримуються усіх або дотримуються усіх, окрім одного чи двох положень, повне дотримання у 2015 р. – 57%). Основним драйвером такого підходу є розвинутий ринок із належною якістю акціонерів та належна якість розкриття інформації щодо недотримання вимог. З огляду на відсутність вказаних передумов, в Україні схожий підхід у чистому вигляді поки що не може бути застосований.

**Ключові слова:** корпоративне управління, підхід «дотримуйся або пояснюй», FTSE 350, інституційні інвестори, пояснення.

Пасько О.В., Мартей Е.М. ПОДХОД «СОБЛЮДАЙ ИЛИ ОБЪЯСНЯЙ» В КОНТРОЛЕ СОБЛЮДЕНИЯ ПОЛОЖЕНИЙ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ВЕЛИКОБРИТАНИИ

Статья посвящена исследованию подхода «соблюдай или объясняй» в соблюдении требований кодекса корпоративного управления в Великобритании в контексте анализа основных отличительных признаков и аспектов, которые могут помешать использованию данного подхода в Украине. Выведено, что этот подход имеет достаточно высокую эффективность в Великобритании (90% компаний FTSE 350 придерживаются всех или придерживаются всех, кроме одного или двух положений, полное соблюдение в 2015 г. – 57%). Основным драйвером такого подхода является развитый рынок с надлежащим качеством акционеров и надлежащее качество раскрытия информации о несоблюдении требований. Учитывая отсутствие указанных предпосылок, в Украине схожий подход в чистом виде пока не может быть применен.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, подход «соблюдай или объясняй», FTSE 350, институциональные инвесторы, объяснение.

Pasko O.V., Martei E.M. «COMPLY OR EXPLAIN» APPROACH IN CODE OF CORPORATE GOVERNANCE'S ENFORCEMENT IN UK

The article investigates «comply or explain» approach in code of corporate governance's enforcement in UK in terms of it possible use in Ukraine. We found that this approach has very high efficiency in UK (90 per cent of FTSE 350 companies reporting that they were either complying with all, or all but one or two, of code's 54 provisions) and the main drivers behind it are market pressure in case of non-compliance, active shareholders ready to push company to full compliance, and high quality explanation of non-compliance. Given that the foregoing prerequisites are absent in Ukraine, we infer that this approach cannot be used successfully in Ukraine in its pure form.

**Keywords:** corporate governance, «comply and explain» approach, FTSE 350, institutional investors, explanation.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Підхід «дотримуйся або пояснюй», який на сьогодні дуже широко використовується у всьому світі, своєю батьківщиною має Великобританію. Всесвітньовідомий Кодекс Кадбурі [13] вперше запропонував використовувати на противагу твердому праву підхід «дотримуйся або пояснюй», суть якого полягає в тому, що компанії або дотримуються

положень Кодексу, або в річному звіті зазначають причини недотримання. Хоча і вважається, що він є «торговою маркою корпоративного управління Об'єднаного Королівства» [15, с. 4], однак на сьогодні існує близько 350 кодексів корпоративного управління у світі і більшість із них застосовує такий механізм контролю дотримання вимог, як «дотримуйся або пояснюй» [4, с. 11]. В Україні хоча й є доку-

мент, який можна віднести до категорії кодексів корпоративного управління (Принципи корпоративного управління), однак відсутній жодний механізм контролю дотримання його вимог. З огляду на це, вивчення досвіду Великобританії як першопрохідця у сфері кодексів корпоративного управління і застосування підходу «дотримуйся або пояснюй» є важливим на шляху запровадження подібного механізму в Україні (або, принаймні, добору доказів про непридатність його застосування).

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** З огляду на вузькість та географічну обмеженість теми дослідження, вважаємо, що наявна значна кількість праць, в яких виявляються основні характерні ознаки підходу «дотримуйся або пояснюй», його еволюція і наводяться основні його недоліки [1–3; 7; 9–11]. Серед основних переваг такого підходу згадують гнучкість та формування відповідальності у акціонерів [2; 9; 10], ефективність (значний відсоток добровільного застосування) [2; 9–11]. У наукових працях також досить вичерпно визначено основні слабкі місця такого підходу, а саме: 1) неспрацювання ринкового підходу, низький рівень участі акціонерів у забезпеченні дотримання положень Кодексу в компаніях, де вони мають інвестиції [1–3; 7; 9–11]; 2) низька якість пояснень у разі недотримання всіх вимог Кодексу [1–3; 9–11]. Однак з огляду на те, що тільки кілька із перерахованих праць побачили світ у 2014 та 2015 рр. [7; 9], вважаємо, що існує необхідність по-новому поглянути на застосування підходу «дотримуйся або пояснюй» у Великобританії, використовуючи

нові статистичні дані [12; 17], а також інформацію від регулятора [4; 6; 15; 16; 18].

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Мета дослідження полягає у встановленні еволюції та сучасного стану застосування підходу «дотримуйся або пояснюй» у контролі дотримання положень Кодексу корпоративного управління у контексті висвітлення основних моментів, що можуть стати на заваді застосування такого підходу в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** У наукових працях, присвячених питанням корпоративного управління, часто можна зустріти посилання на англосаксонську модель корпоративного управління, що об'єднує США, Великобританію та інші країни. Однак існує один аспект, що вирізняє підходи США та Великобританії – це спосіб досягнення результату. У США застосовують суворі приписи та законодавчий тиск нескінченної кількості регуляторних документів, у Великобританії – добровільний підхід, який, утім, через тиск ринку показує дуже високу ефективність. Підхід «дотримуйся або пояснюй» об'єднує добровільне дотримання у поєднанні з обов'язковим розкриттям інформації.

Застосування підходу «дотримуйся або пояснюй» датується 1992 р., коли побачив світ «Звіт Комітету з фінансових аспектів корпоративного управління» (Звіт Кадбурі) [13]. Окрім Звіту Кадбурі, у Великобританії було 23 перевидань кодексів [5, с. 228], і єдиним положенням кожного з них був підхід «дотримуйся або пояснюй». Звіт Кадбурі запропонував підхід, «заснований на добровільному



Рис. 1. Дотримання та пояснення невиконання положень Кодексу корпоративного управління компаніями FTSE 350, % [17, с. 18]

дотриманні в поєднанні із розкриттям інформації» [13, п. 1.10], який буде «більш ефективний, ніж законодавчі методи» [13, п. 1.10]. Застосування такого підходу було спрямоване на «створення найкращої практики, на стимулювальний тиск із боку акціонерів для прискорення його поширення, та з метою дозволити гнучкість у застосуванні» [13, п. 1.10].

Регулятор корпоративного управління у Великобританії Financial Reporting Council (далі – FRC) розглядає підхід «дотримуйся або пояснюй» як питання, що не підлягає дискусії. FRC обстоює думку, що акціонери як ніхто інший поінформовані і, головне, зацікавлені, щоб ухвалювати рішення щодо дотримання/недотримання.

На чому ґрунтуються переваги такого підходу до дотримання положень Кодексу корпоративного управління? Основною пере-

вагою підходу «дотримуйся або пояснюй» є гнучкість застосування, оскільки вважається, що не можна нав'язувати положення, єдині для всіх. Компанії неминуче відрізняються одна від одної етапами розвитку, розміром, фінансовими можливостями, структурою акціонерів, основним видом діяльності, отже, дозволяючи розумне відхилення від положень Кодексу, підхід «дотримуйся або пояснюй» дає змогу враховувати ці відмінності.

Підхід «дотримуйся або пояснюй» ґрунтується на ринковому підході до регулювання. Основною рушійною силою для його ефективного функціонування є активна позиція акціонерів, оскільки саме на них покладено контроль над дотриманням компанією Кодексу корпоративного управління.

Підхід «дотримуйся або пояснюй» не передбачає жодного втручання регулятора

Таблиця 1

**Аспекти корпоративного управління, які не дотримуються [17, с. 20]**

Параграф кодексу	Вимога	% від компаній FTSE 350, що не дотримуються положень	% від усіх FTSE 350	
		2015 р.	2015 р.	2014 р.
В.1.2	Принаймні половина Ради директорів повинна бути незалежними директорами	30,1	12,8	9,8
D.2.1	Критерії членства в Комітеті з винагород	18,8	8,0	9,1
С.3.1	Критерії членства в Аудиторському комітеті	18,8	8,0	7,5
В.6.2	Аналіз ефективності діяльності Ради директорів за допомогою залучених експертів принаймні кожні три роки	17,3	7,4	5,5
С.3.7	Компанії, що входять до FTSE 350, повинні проводити тендер на проведення зовнішнього аудиту принаймні кожні десять років	13,5	5,8	4,6
А.3.1	Голова Ради директорів повинний бути незалежним під час призначення	11,3	4,8	3,3
А.2.1	Посада голови Ради директорів та виконавчого директора не повинна обійматися однією особою	10,5	4,5	3,6
В.2.1	Критерії членства комітету з призначень	10,5	4,5	3,6
Е.1.1	Голова Ради директорів повинен обговорювати питання корпоративного управління та стратегію розвитку з основними акціонерами; старший незалежний директор повинен бути присутнім на достатній кількості зустрічей із цілою низкою значних акціонерів	9,0	3,8	1,6
А.4.1	Рада повинна призначити старшого незалежного директора	3,0	1,3	3,3

у процес оцінки того, дотримуються компанії положень Кодексу, чи пояснюють вони повною мірою своє відхилення від його вимог. Ця функція перекладається на самі компанії, а більшою мірою – на інші сторони, основні з яких – ринок та акціонери. Саме акціонери і ринок повинні визначити, чи дотрималася компанія положень Кодексу, а якщо не дотрималася, чи пояснила, і чи пояснила достатньо. Акціонери і ринок під час застосування підходу «дотримуйся або поясни» також повинні вжити заходів, щоб примусити компанію дотримуватися вимог положень Кодексу, якщо вони вважатимуть це за потрібне.

Мета такого підходу полягає у тому, щоб надати можливість контролювати дотримання положень Кодексу компаніями тим, хто найбільш зацікавлений у такому дотриманні [9]. Підхід «дотримуйся або поясни» уповноважує акціонерів ухвалити поінформоване рішення, чи недотримання вимог виправдане виходячи з конкретних обставин компанії. Функція ринку – покарати недотримання вимог за допомогою тиску на ціну акцій компанії [1; 10; 11].

Однією з переваг підходу «дотримуйся або поясни» є його висока ефективність. Так, у Великобританії, за даними FRC, 90% компаній FTSE 350 дотримуються всіх або дотримуються всіх, окрім одного чи двох положень [6, с. 3]. Відсоток повного дотримання, за даними Grant

Thornton, в останній рік дещо зменшився, що пов'язано з оновленням Кодексу в 2014 р. і входом нових компаній у список (рис. 1).

Іншими словами, всі компанії дотримуються вимог Кодексу в тому сенсі, що вони або дотримуються всіх положень або пояснюють, чому вони не дотримуються. Тільки в 2014 р. було виявлено випадок, що компанія не пояснювала своє недотримання положень Кодексу.

Однак FRC вважає, що тільки ті компанії, що повністю дотримуються, і ті, що детально пояснюють своє ухилення від виконання вимог Кодексу, повністю виконують свої зобов'язання. Ті компанії, що не дотримуються вимог, але пояснюють це із незначною кількістю деталей, часто шаблонними фразами, а іноді традиційними «дуже дорого» [2, с. 194], потрапляють у «сіру» зону. На сьогодні таких компанії приблизно 13% із FTSE 350.

Grant Thornton у своєму щорічному огляді також наводить вимоги Кодексу, від виконання яких компанії найчастіше ухиляються (табл. 1).

Найбільший відсоток компаній не дотримуються вимог щодо кількості незалежних директорів. Так, згідно з Кодексом корпоративного управління, у Великобританії принаймні половина членів Ради директорів, окрім голови, повинні бути незалежними директорами. Це положення Кодексу недотримали

Таблиця 2  
Структура власності на ринку цінних паперів у Великобританії [12, с. 3]

	% акцій за їх вартістю				Трильйонів фунтів стерлінгів
	1998	2010	2012	2014	2014
Решта світу (іноземні інвестори)	30,7	43,4	53,6	53,8	928,6
Індивідуальні інвестори	16,7	10,2	10,1	11,9	206,2
Пайові фонди	2,0	8,8	9,5	9,0	155,2
Інші фінансові інституції	2,7	12,3	6,6	7,1	123,0
Страхові компанії	21,6	8,8	6,2	5,9	101,8
Пенсійні фонди	21,7	5,6	4,7	3,0	51,7
Державний сектор	0,1	3,1	2,7	2,9	50,2
Приватні компанії нефінансового сектору	1,4	2,3	2,4	2,0	34,7
Інвестиційні трасти	1,3	2,1	1,7	1,8	31,1
Банки	0,6	2,5	1,9	1,4	24,3
Благодійні організації, церкви і т. д.	1,4	0,8	0,6	1,2	20,1
Разом					1726,8

в 2015 р. 12,8% компаній FTSE 350 і 30,1% компаній FTSA 350, що недотримуються всіх вимог. Кодекс корпоративного управління Великобританії також висуває суворі вимоги щодо членства в комітетах Ради директорів із винагород і аудиту, де всі члени повинні бути незалежними директорами. У 2015 р. 8,0% від усіх компаній FTSE 350 і 18,8% від компаній FTSE 350, що не дотримуються однієї або більше вимог, не виконували ці вимоги.

У цілому ми бачимо, що рівень дотримання вимог Кодексу дуже високий, якщо 90% компаній дотримуються усіх вимог або дотримуються усіх, окрім однієї чи двох. Однак на шляху реалізації положень Кодексу за допомогою підходу «дотримуйся або пояснюй» є кілька перешкод, на двох з яких ми і зупинимося детально, це: 1) роль акціонерів, з огляду на кардинальну зміну їх структури в компаніях Великобританії; 2) які є критерії якісного пояснення відхилення від вимог Кодексу.

Щодо ролі акціонерів, то для того щоб підхід «дотримуйся або пояснюй» працював належним чином, акціонери повинні бути глибоко поінформовані про діяльність компанії, в іншому разі їм буде важко відрізнити виправдане недотримання від невимушеного. У цьому і полягає ахіллесова п'ята підходу «дотримуйся або пояснюй» як у Великобританії, так і будь-де, оскільки акціонери «мають тенденцію до уникнення відповідальності в моніторингу діяльності компанії» [2, с. 193; 9, с. 286]. Пояснюється це їхньою пасивністю і значними витратами на здійснення такого

моніторингу [9; 10]. Інвестори, як правило, не поспішають використовувати всі права, що є в їх розпорядженні, більшість із них у цьому покладаються на інших акціонерів, тобто є фрірайдерами. Це, своєю чергою, негативно впливає на інвесторів, які хочуть здійснювати моніторинг, оскільки від їх витрат часу і матеріальних витрат на такий моніторинг будуть отримувати вигоду й інші акціонери [9–11].

Більше того, стверджується, що підхід «дотримуйся або пояснюй» у свідомості більшості акціонерів уже змінений на «дотримуйся або покажи ефективність» [1; 2; 9]. Іншими словами, акціонери не дуже переймаються тим, що, власне, компанії роблять, якщо вони показують гарну результативність діяльності.

Одним із питань у цьому зв'язку, на яке звертала увагу FRC, було питання розпорощення інвесторів, що ставало перепорою на шляху ефективної організації акціонерів для тиску на компанію. Однак на сьогодні, за останніми статистичними даними Офісу національної статистики Великобританії, більшість акцій перебуває в руках інституційних інвесторів [12, с. 2–3]. Так, якщо підрахувати частку інституційних інвесторів без іноземних, то в 2014 р. вона становила 46,2% (табл. 2).

Якщо додати до цього, що більшість іноземних інвесторів, як правило, є інституційними [14, с. 91], то переважна більшість акцій, а отже, акціонерів із правом голосу, належить інституційним інвесторам.

Що стосується частки індивідуальних інвесторів, то вона, навпаки, протягом останнього

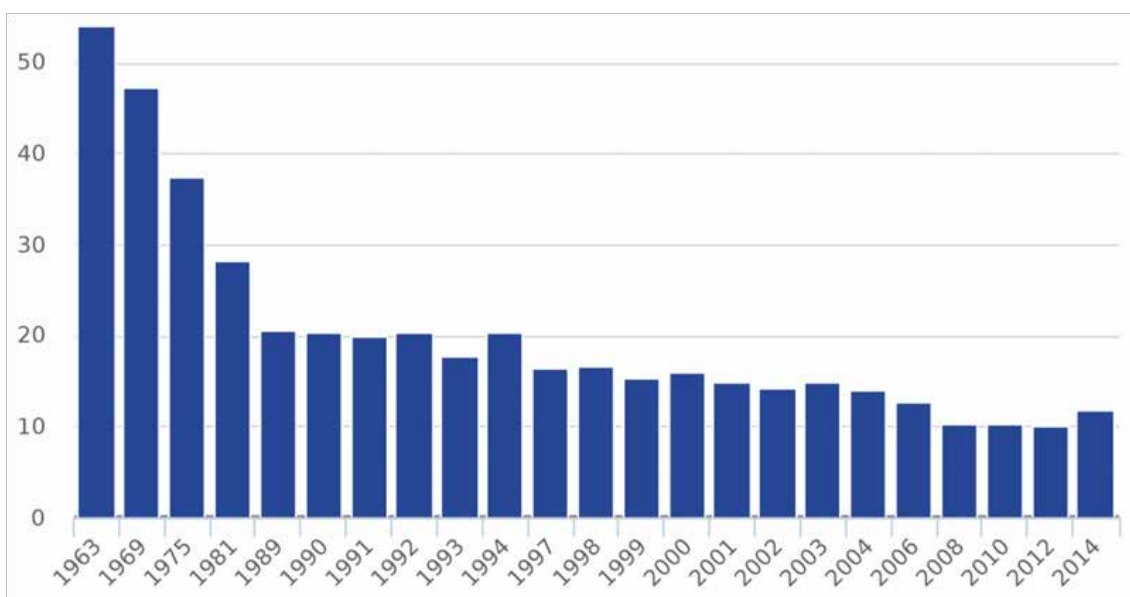


Рис. 2. Частка індивідуальних акціонерів на ринку цінних паперів Об'єднаного Королівства за вартістю, % [12, с. 7]

півстоліття знизилася із понад 50% до 11,9% у 2014 р. (рис. 2).

Після глобальної фінансової кризи почалися конкретні кроки, як зробити принцип «дотримуйся або пояснюй» більш ефективним, і FRC бачила цей підхід у посиленні впливу інституційних інвесторів. Так, у липні 2010 р. було ухвалено Кодекс опікунів (*Stewardship Code*), який було розроблено на основі Кодексу відповідальності інституційних інвесторів, виданого Комітетом інституційних інвесторів (*the Institutional Shareholders' Committee (ISC)*) [3, с. 1006]. У вересні 2012 р. Кодекс опікунів було оновлено [16], і він набрав чинності з жовтня 2012 р.

Самого Кодексу корпоративного управління, якщо він застосовує підхід «дотримуйся або пояснюй» недостатньо, оскільки ринковий тиск повинні здійснити акціонери, однак вони, як правило, не поспішають цього робити, тому у Великобританії ще прийняти Кодекс опікунів, з огляду на те, що переважна більшість акціонерів є інституційними інвесторами. Кодекс опікунів устанавлює найкращу практику, до якої, на думку FRC, інституційні інвестори повинні прагнути. FRC розглядає Кодекс опікунів як доповнення до Кодексу корпоративного управління [6]. Кодекс опікунів також застосовує підхід «дотримуйся або пояснюй».

Що стосується пояснень, то, як ми побачили з даних *Grant Thornton*, тільки 57% компаній із FTSE 350 у 2015 р. повністю дотримувалися всіх вимог Кодексу, решта компаній (53%) у той чи інший спосіб пояснювали, чому вони не дотримувалися положень Кодексу. Як зазначають науковці, існують значні проблеми з якістю пояснень [2; 9; 10]. Значна частина цих пояснень «не вказує на конкретні обставини, які могли виправдати таке відхилення» [2, с. 193]. Деякі компанії, не дотримуючись вимог Кодексу, із року в рік надають те саме необґрунтоване пояснення і, як видається, не намагаються перейти до повного дотримання [2; 9]. Значна кількість компаній для пояснень використовують шаблонні вирази, з яких не можна зрозуміти конкретні причини недотримання [2; 9]. Деякі компанії змінюють свою поведінку і переходять із повного дотримання до часткового, не наводячи достатніх причин для цього. Іншими словами, «компанії не використовують гнучкість Кодексу для тонкого налаштування їх корпоративного управління до мінливих обставин» [2, с. 193].

У відповідь на ці факти почали з'являтися пропозиції щодо втручання у ці процеси регулятора. Зокрема, деякі автори пропонували,

щоб моніторинг здійснював би регулятор або спеціального створений для цього незалежний комітет, а також увести штрафні санкції за неповне дотримання, яке не було пояснене [9]. Однак FRC і тут чітко встала на бік ринкового підходу і заявила, що у відповідь на заклик до змін FRC дотримується думки, що «пояснення спрямовані акціонерами, і це їм слід або приймати, або відхиляти пояснення» [18, с. 3].

Однак відчуваючи, що якість пояснень насправді може ставити під загрозу ефективність застосування підходу «дотримуйся або пояснюй», FRC взяло на себе провідну роль у формуванні на ринку «чіткого розуміння, що є поясненням» [18, с. 3], адже «якщо регулятор і має якусь роль, то вона полягає у підтримці акціонерів, а не в їх заміні» [18, с. 3]. Як результат, було досягнуто консенсусу, що належне пояснення повинно: 1) встановлювати контекст і історичне тло; 2) надавати переконливе обґрунтування дій, що вживаються; 3) описати будь-які запобіжні заходи щодо усунення будь-яких додаткових ризиків і забезпечення повного дотримання положень Кодексу [18, с. 6]. Крім того, належне пояснення має вказувати на те, чи є відхилення від положень Кодексу обмеженим в часі, і коли компанія планує повернутися до повного дотримання [18, с. 6].

**Висновки з цього дослідження.** Таким чином, підхід «дотримуйся або пояснюй» у Великобританії, країни – першопрохідця у питанні його застосування, показуючи свою ефективність із точки зору дотримання вимог Кодексу корпоративного управління (90% компаній FTSE 350 дотримуються усіх або дотримуються усіх, окрім одного чи двох положень [6, с. 3]), відкрив деякі аспекти, які повинні бути дотриманні для якомога ефективного його застосування.

По-перше, на відміну від твердого права, що ґрунтується на законодавчому тиску, підхід «дотримуйся або пояснюй» базується на тиску ринку. Звідси випливає висновок, що ринок повинен бути розвинутим і функціонувати на належному рівні, а для юрисдикцій, де відсутня стимулююча функція ринку, підхід «дотримуйся або пояснюй» не є адекватним інструментом для застосування. З огляду на те, що у Великобританії переважна більшість акціонерів є інституційними інвесторами, країна ухвалила ще й Кодекс опікунів, яким за аналогією з Кодексом корпоративного управління намагається дисциплінувати інституційних інвесторів для здійснення тиску на ком-

панію в питаннях корпоративного управління. Кодекс опікунів розглядається як доповнення до Кодексу корпоративного управління і є складовою частиною системи корпоративного управління у Великобританії. Кодекс опікунів також застосовує підхід «дотримуйся або пояснюй».

Із великою кількістю розкриття інформації пов'язана ще одна проблема – обсяг річного звіту. У 2015 р. серед компаній FTSE 350 найкоротший річний звіт був обсягом 64 сторінки, а найдовший – 516 сторінок [17, с. 6], у більшості компаній, які не дотримуються вимог кодексів (отже, існує необхідність пояснення), річні звіти більше 100 сторінок [4, с. 13].

По-друге, важливим елементом застосування підходу «дотримуйся або пояснюй» є встановлення розуміння того, що повинно представляти собою пояснення. У цьому важливу роль відіграє консенсус на ринку щодо цього питання. Важливо, щоб пояснення не були шаблонними, стандартними і загальними. Із досвіду Великобританії гарне пояснення

повинно встановлювати контекст і історичне тло, надавати переконливе обґрунтування дій, що вживаються, та описувати запобіжні заходи щодо усунення будь-яких додаткових ризиків і забезпечення повного дотримання положень Кодексу. Крім того, гарне пояснення має вказувати на те, чи є відхилення від положень кодексу обмеженим у часі, і вказувати часові межі повернення компанії до повного дотримання.

Якщо ми подивимося на результати нашого дослідження з точки зору застосування в Україні, то, на нашу думку, у чистому вигляді підхід «дотримуйся або пояснюй» не може бути поки що застосований. Основна завада на цьому шляху – відсутність ринку акцій як такого. Ми вважаємо, що в Україні даний підхід може бути вжитий тільки у гібридній формі (детальне пояснення цього і які кроки слід ужити, буде темою окремого дослідження), коли пояснення недотримання вимог і регуляторну відповідь на це повинен давати окремий комітет, спеціально для цього призначений, або сучасний регулятор – КЦПФР.

#### ЛІТЕРАТУРА:

1. Arcot S. and Bruno V. (2006) In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK (May 2006). [Electronic resource] // Social Science Research Network (SSRN). - Mode of access : <http://ssrn.com/abstract=819784>.
2. Arcot S., Bruno V., Faure-Grimaud A. (2010), Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, Volume 30. – Issue 2. – P. 193–201.
3. Cheffins B. R. (2010) The Stewardship Code's Achilles' Heel, *The Modern Law Review*, Volume 73. – Issue 6. – P. 1004–1025.
4. Comply or Explain 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code [Electronic resource] // Financial Reporting Council. – Mode of access : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.aspx>.
5. Cuomo F., Mallin C., Zattoni A., (2016) Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda, *Corporate Governance: An International Review*, 24(3): 222–241.
6. Developments in Corporate Governance and Stewardship 2015 [Electronic resource] // Financial Reporting Council. – Mode of access : [https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-\(1\).pdf](https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-(1).pdf).
7. Duhamel J.-C., (2015) The “Comply or Explain” Approach as a Pascalian Wager, *Accounting, Economics and Law*, 5, 3. – P. 289–293.
8. Financial Reporting Council. Annual Report and Accounts for the Year Ended 31 March 2016 [Electronic resource] // Financial Reporting Council. – Mode of access : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/FRC-Annual-Report-and-Accounts-2015-16.pdf>.
9. Keay, A. (2014) Comply or explain in corporate governance codes: In need of greater regulatory oversight?, *Legal Studies*, 34: 279–304.
10. MacNeil I., Li X. (2006) Comply or Explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code Corporate, Governance: *An International Review*, Volume 14. – Issue 5. – P. 486–496.
11. Moore M. T. (2009) Whispering Sweet Nothings: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance, *Journal of Corporate Law Studies*, Volume 9. – Issue 1. – P. 95–138.
12. Ownership of UK Quoted Shares: 2014. [Electronic resource] // Office for National Statistics. – Mode of access : <https://www.ons.gov.uk/economy/investmentpensionsandtrusts/bulletins/ownershipofukquotedshares/2015-09-02/pdf>.



13. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury report) (1992) [Electronic resource] // European Corporate Governance Institute. – Mode of access : <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> 283.

14. Solomon J., Solomon A. (2004) Corporate governance and accountability. West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd.

15. The UK Corporate Governance Code April 2016 Financial Reporting Council [Electronic resource] // The Financial Reporting Council. – Mode of access : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>.

16. The UK Stewardship Code. September 2012. [Electronic resource] // The Financial Reporting Council. – Mode of access : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>.

17. Trust and integrity – loud and clear? Corporate Governance Review 2015. [Electronic resource] // Grant Thornton. – Mode of access : <http://www.grantthornton.co.uk/globalassets/1.-member-firms/united-kingdom/pdf/publication/2015/uk-corporate-governance-review-and-trends-2015.pdf>.

18. What constitutes an explanation under 'comply or explain'? Report of Discussions between Companies and Investors. [Electronic resource] // The Financial Reporting Council. – Mode of access : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/What-constitutes-an-explanation-under-comply-or-ex.pdf>.