

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА**

**ЄМЕЛЬЯНОВА ЛІДІЯ ОЛЕГІВНА**

УДК 338.2:336.76 (4-11+4-191.2):339.92:061.1ЄС

**ІНСТИТУЦІЙНІ РЕФОРМИ У ПРОЦЕСІ ФОРМУВАННЯ  
АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В КРАЇНАХ ЦСЄ В УМОВАХ  
ЄВРОПЕЙСЬКОЇ ІНТЕГРАЦІЇ**

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство  
і міжнародні економічні відносини

**АВТОРЕФЕРАТ  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук**

**ЛЬВІВ – 2015**

Дисертацією є рукопис.

Роботу виконано на кафедрі міжнародного економічного аналізу і фінансів Львівського національного університету імені Івана Франка.

**Науковий керівник** кандидат економічних наук, доцент  
**БІЛЕНКО Юрій Іванович**,  
Львівський національний університет  
імені Івана Франка,  
завідувач кафедри міжнародного  
економічного аналізу і фінансів

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**СНІЖКО Оксана Володимирівна**,  
Київський національний університет  
імені Тараса Шевченка,  
Інститут міжнародних відносин,  
професор кафедри міжнародних фінансів

кандидат економічних наук, доцент  
**ЛИЗУН Марія Володимирівна**,  
Тернопільський національний  
економічний університет,  
доцент кафедри міжнародної економіки

Захист відбудеться «\_6\_» березня 2015 р. о 14 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради К.35.051.21 Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79000, м. Львів, вул. Січових Стрільців, 19.

Із дисертацією можна ознайомитися у Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79005, м. Львів, вул. Драгоманова, 5.

Автореферат розісланий «\_2\_» лютого 2015 р.

**Вчений секретар**  
спеціалізованої вченої ради,  
к.е.н., доцент

Ю. Б. Федунь

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** Починаючи з 90-х років минулого століття країни ЦСЄ стали на шлях ринкової трансформації, обравши курс, спрямований на формування ринкових інститутів та створення якісного інституційного середовища для всіх учасників ринкових відносин. Процес трансформації в цих країнах проходив по різному, новостворені інститути не завжди виконували повною мірою покладені на них завдання. Особливо актуальною тема інституційних реформ є для ринків акціонерного капіталу, яких в досліджуваних країнах протягом більш як півстоліття взагалі не існувало та які є невід'ємним елементом ринкової економіки. Сучасні відмінності в рівнях розвитку ринків акціонерного капіталу країн ЦСЄ, а також процес європейської інтеграції досліджуваних країн підсилюють необхідність проведення ґрунтовного економічного аналізу особливостей та чинників розвитку цих ринків впродовж перехідного періоду, оцінки ролі інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу та розробки рекомендацій щодо підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу України.

Серед сучасних науковців дослідженню теоретико-методологічних та прикладних проблем інституційних реформ присвячені праці таких зарубіжних економістів як Б. Блек, Х. Вольманн, С. Кульманн, Д. Норт, В. Полтеровіч, М. Райзер, К. Сонін, Дж. Стігліц, А. Тарасова, О. Шастітко. Значний внесок у дослідження інституційних чинників функціонування економічних систем зробили й такі українські вчені як Ю. Біленко, Т. Гайдай, В. Геєць, О. Носова, С. Панчишин, Р. Пустовіт, А. Ткач.

Дослідження чинників та закономірностей розвитку ринків акціонерного капіталу знайшли своє відображення в працях таких вітчизняних та зарубіжних економістів як Ф. Гарсія, В. Кещян, Н. Козлов, М. Лизун, Л. Ліу, П. Мордейк, Б. Рубцов, О. Сніжко, О. Шастітко, І. Шевченко. Інституційна детермінанта функціонування ринку акціонерного капіталу висвітлена в роботах А. Адарова, Р. Вішні, А. Гані, А. Деміргук-Канта, Р. Ла Порти, Р. Левіна, Флоренціо Лопес-де-Сіланеса, Я. Міркіна, Х. Нгассама, Р. Чайдзі, А. Шляйфера, К. Ярті. Серед досліджень українських вчених, присвячених аналізу ролі інституційного чинника в процесі формування акціонерного капіталу, особливої уваги заслуговують праці С. Архієреєва, Я. Зінченка, О. Тарасенка.

Зважаючи на недостатню кількість наукових праць, присвячених дослідженню ролі саме інституційних реформ в процесі розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ, існує необхідність проведення комплексного аналізу особливостей та ефективності інституційних реформ як на рівні функціонування ринку загалом, так і на рівні дослідження інституційних перешкод діяльності окремих акціонерних товариств. Брак в низці досліджень емпіричного підґрунтя для вироблення подальших рекомендацій щодо шляхів підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу України доповнює та підсилює актуальність теми дослідження. Таким чином, необхідність вдосконалення інституційного середовища ринку акціонерного капіталу країн ЦСЄ в умовах ринкової трансформації та вступу до

ЄС з метою забезпечення конкуренції, прозорості та захищеності усіх учасників ринкових відносин і зумовила вибір теми дисертаційної роботи.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.**

Дисертаційна робота виконана у межах науково-дослідних тем кафедри міжнародного економічного аналізу і фінансів Львівського національного університету імені Івана Франка: «Валютно-фінансові та інституційні механізми економічного розвитку країн Центральної та Східної Європи» (номер державної реєстрації 0104U009559, січень 2004 – грудень 2006 р.), «Формування структури та ринків капіталу в постсоціалістичних країнах Центральної та Східної Європи» (номер державної реєстрації 0107U007426, січень 2007 – грудень 2009 р.), «Дослідження механізмів інституційних змін та інституційного середовища економічного розвитку в країнах Центральної та Східної Європи» (номер державної реєстрації 0110U003149, січень 2010 – грудень 2012 р.), а також «Дослідження проблеми вибору та формування траєкторії економічного розвитку держав в умовах їх значної торговельної та фінансової відкритості» (номер державної реєстрації 0113U000869, січень 2013 – грудень 2015 р.). Особисто дисертантом проаналізовано та систематизовано теоретичні підходи до визначення складових інституційних реформ у країнах з перехідною економікою, розкрито механізм впливу інституційного середовища на розвиток ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ, сформульовано рекомендації щодо підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу України.

**Мета та завдання дослідження.** Метою роботи є розкриття ролі інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в умовах європейської інтеграції, а також розробка рекомендацій щодо підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу в Україні.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- порівняти основні передумови виникнення акціонерного капіталу в ринкових та перехідних економіках, уточнити сутнісні характеристики понять «фондовий ринок» та «ринок акціонерного капіталу», систематизувати чинники формування моделей ринку акціонерного капіталу в країнах світу;
- узагальнити сучасні підходи до аналізу та проведення інституційних реформ, згрупувати складові інституційних реформ у країнах з перехідною економікою;
- визначити поняття інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу та обґрунтувати вибір напрямів емпіричного дослідження;
- проаналізувати особливості інституційного середовища акціонерних товариств у країнах ЦСЄ та дослідити його вплив на результати економічної діяльності акціонерних товариств досліджуваних країн в умовах євроінтеграції;
- оцінити рівень конвергенції інституційного середовища акціонерних товариств у країнах ЦСЄ з розвинутими країнами ЄС;
- дослідити рівень розвитку та ефективність ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ;

- змоделювати вплив інституційних та макроекономічних факторів на функціонування ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ;
- розробити рекомендації щодо підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу України.

*Об'єктом дослідження* є процес формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ.

*Предметом дослідження* є інституційні реформи у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ.

**Методи дослідження.** У процесі написання дисертаційної роботи було використано сукупність різноманітних загальнонаукових та спеціальних методів аналізу економічних явищ та процесів. Для визначення сутності основних досліджуваних економічних категорій, удосконалення методів та напрямів аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ використано методи синтезу, наукового абстрагування, порівняння, систематизації та класифікації (розділ 1, 2, 3). Групування, порівняння, кореляційний та економетричний аналіз допомогли оцінити інституційні перешкоди, характерні для акціонерних товариств країн ЦСЄ, дослідити рівень конвергенції інституційного середовища акціонерних товариств країн ЦСЄ та розвинутих країн ЄС, проаналізувати рівень розвитку та дослідити ефективність ринку акціонерного капіталу в досліджуваних країнах (п. 2.1, 2.2, 3.1). За допомогою емпіричних та графічних методів вдалося охарактеризувати якість корпоративного управління акціонерних товариств в країнах ЦСЄ (п. 2.3), використання пробіт-моделей дало змогу оцінити особливості впливу зовнішнього та внутрішнього інституційного середовища на економічну діяльність акціонерних товариств країн ЦСЄ (п. 2.1., 2.3.). Для моделювання впливу інституційних та макроекономічних факторів на функціонування ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ використано методи регресійного аналізу (п. 3.2). За допомогою методу узагальнення вдалося розробити рекомендації щодо напрямів та шляхів підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу в Україні (п. 3.2).

**Інформаційною базою дослідження** є наукові та аналітичні праці вітчизняних та закордонних вчених, офіційні публікації та статистичні дані Світового банку, Європейського банку реконструкції та розвитку, Організації економічного співробітництва та розвитку, Світової федерації фондових бірж, фондових бірж країн ЦСЄ, періодичні видання, матеріали міжнародних конференцій, інтернет-ресурси.

**Наукова новизна одержавних результатів** полягає в застосуванні комплексного аналізу до дослідження ролі інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в умовах європейської інтеграції та розробці рекомендацій щодо напрямків підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ. До основних результатів проведеного дисертаційного дослідження, що характеризують його новизну, демонструють особистий внесок автора у розробку обраної тематики та виносяться на захист, належать:

*вперше:*

- сформовано комплексний підхід до дослідження інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу на основі аналізу інституційного середовища на мікро- та макрорівні, що передбачає визначення зовнішніх та внутрішніх перешкод економічної діяльності акціонерних товариств, а також дослідження ролі інституційних чинників у розвитку ринку акціонерного капіталу досліджуваних країн;

- змодельовано та доведено позитивний вплив зростання якості інституційного середовища на покращення результатів економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ протягом 2000-2013 років в умовах євроінтеграції на основі пробіт-моделей; змодельовано та доведено значимий позитивний вплив покращення ефективності державного управління, а саме реформ у сфері боротьби з корупцією, забезпечення права участі громадян у виборі уряду та незалежності преси, на рівень розвитку ринку акціонерного капіталу країн ЦСЄ у 2002-2011 роках;

*удосконалено:*

- теоретико-методологічні підходи до визначення поняття «ринок акціонерного капіталу» та визначено його як ринок, на якому під дією попиту та пропозиції формуються не лише ціни на акції, але й структура власності акціонерних товариств;

- механізм аналізу процесу конвергенції інституційного середовища акціонерних товариств країн ЦСЄ з відповідним середовищем розвинутих країн ЄС на основі порівняння значимості інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств, а також показників ліквідності та розміру фондового ринку до та після вступу країн ЦСЄ до ЄС; доведено наявність позитивного впливу вступу країн ЦСЄ до ЄС на якість інституційного середовища та рівень розвитку фондового ринку досліджуваних країн;

- визначення інституційних перешкод, характерних більшою мірою саме для акціонерних товариств, ніж для підприємств інших організаційних форм в країнах ЦСЄ протягом 2002–2013 років;

*набули подальшого розвитку:*

- дослідження напрямів впливу структури власності на результати економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ; доведено, що власність в руках іноземних інвесторів, а також приватних осіб та сімей чинить позитивний вплив на економічну діяльність акціонерних товариств досліджуваних країн;

- порівняльний аналіз ролі банківського сектору та розвитку фондового ринку в економічному зростанні країн ЦСЄ; доведено, що ймовірність впливу розвитку банківського сектору на економічне зростання країн ЦСЄ є значно вищою у порівнянні з фондовим ринком, що знаходить підтвердження в характерній для країн ЦСЄ банківсько-орієнтованій моделі фінансової системи;

- емпірична оцінка взаємозв'язку показників розвитку фондового ринку та притоку ПІІ в країнах ЦСЄ шляхом побудови кореляційних матриць та застосування тесту Гренджера; доведено наявність прямого позитивного

впливу зростання ліквідності фондового ринку на притік та нагромадження ПІІ в країнах ЦСЄ протягом 1999-2012 років;

- рекомендації щодо механізмів залучення прямих іноземних інвестицій та забезпечення економічного зростання в країнах ЦСЄ шляхом активізації розвитку ринків акціонерного капіталу цих країн, які, відповідно, є досить чутливими до якості інституційного середовища.

**Практичне значення одержавних результатів** дослідження полягає в тому, що виявлені особливості інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу та рекомендації щодо шляхів підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ можуть використовуватись центральними органами виконавчої та законодавчої влади при розробці стратегій розвитку ринку акціонерного капіталу України в умовах фінансової глобалізації та в контексті євроінтеграції. Матеріали роботи також можуть бути використані науковцями при подальшому дослідженні інституційних реформ та їх ролі в розвитку ринку акціонерного капіталу в перехідних економіках, викладачами вищих навчальних закладів під час підготовки спеціалізованих навчальних курсів, лекцій та навчальних посібників з даної тематики.

Результати та висновки дисертаційної роботи впроваджено у практичну діяльність ПАТ «Концерн-Електрон» (довідка № 014–26/1 від 01.10.2014 р.), а також використано при підготовці аналітичних матеріалів та розробці адресних рекомендацій Регіонального філіалу Національного інституту стратегічних досліджень у м. Львові (довідка № 1/30-30 від 17 жовтня 2014 р.).

Основні результати та висновки дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі Львівського національного університету імені Івана Франка при викладанні дисциплін «Фондові ринки та цінні папери», «Фондові ринки ЄС», «Міжнародні фінанси» (довідка № 4626-Н від 30.10.2014 р.).

Окремі теоретичні положення, методичні підходи та рекомендації дослідження використано Західним територіальним управлінням НКЦПФР для організації виконання науково-дослідних робіт з питань функціонування фондового ринку України, організації професійної підготовки та навчання спеціалістів, здійснення заходів щодо інформування та підвищення рівня знань населення регіону з питань функціонування фондового ринку (довідка № 04-1/3578 від 31.12.2014 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійно виконаним науковим дослідженням, усі наукові результати, що викладені у дисертації і виносяться на захист, отримані автором особисто.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення дисертаційної роботи пройшли апробацію на таких конференціях: Міжнародній науково-практичній конференції «Економічна система України: минуле, сучасне, майбутнє» (21-22 жовтня 2005 р., м. Львів, ЛНУ імені Івана Франка); Міжрегіональній дисциплінарній зустрічі «Економіка та право» (Inter-Regional Discipline Meeting Economics and Law, Academic Fellowship Program, Slavske, Ukraine, December 14-18, 2005); VI Всеукраїнській науковій конференції аспірантів та студентів «Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових

систем» (26-27 квітня 2006 р., м. Львів, Львівський інститут банківської справи); Міжнародній студентсько-аспірантській науковій конференції «Філософія економіки Івана Франка й сучасні економічні проблеми» (5-6 травня 2006 р., м. Львів, ЛНУ імені Івана Франка); Четвертій міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів і молодих науковців «Європейські інтеграційні процеси і транскордонне співробітництво» (17-18 травня 2007 р., м. Луцьк, Волинський державний університет імені Лесі Українки); Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Розвиток України в XXI столітті: економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми» (15 жовтня 2008 р., м. Тернопіль); Міжнародній студентсько-аспірантській науковій конференції «Економіка України в умовах посилення глобалізаційних процесів: виклики і перспективи» (15-16 травня 2009 р., м. Львів, ЛНУ імені Івана Франка); на щорічних звітних наукових конференціях Львівського національного університету імені Івана Франка за 2005-2014 рр., а також на щорічних наукових семінарах кафедри міжнародного економічного аналізу і фінансів Львівського національного університету імені Івана Франка 2007-2014 рр.

**Публікації.** Результати дисертаційного дослідження опубліковано у 14 наукових працях, 6 з яких у наукових фахових виданнях, які внесені до відповідних переліків ДАК МОН України, в т. ч. 1 – у науковому фаховому виданні іноземної держави, яке включено до міжнародних наукометричних баз, та у 8 тезах доповідей на міжнародних науково-практичних конференціях. Загальний обсяг публікацій становить 4,2 д. а.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Обсяг основного тексту викладено на 189 сторінках. Робота містить 43 аналітичні таблиці та 17 рисунків. Перелік використаних джерел налічує 186 найменувань, які подано на 23 сторінках. Додатки містять 57 таблиць на 48 сторінках.

## **ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ**

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, визначено мету та завдання, об'єкт, предмет та методи дослідження, розкрито наукову новизну та практичне значення одержаних автором результатів, подано відомості про їх апробацію та впровадження.

У **першому розділі дисертації** – «Теоретичні аспекти проведення інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в перехідних економіках» розкрито основні передумови виникнення акціонерного капіталу в ринкових та перехідних економіках, здійснено узгодження понять «фондовий ринок» та «ринок акціонерного капіталу»; систематизовано чинники формування та особливості моделей ринку акціонерного капіталу; на основі узагальнення теоретичних підходів до дослідження інституційних реформ систематизовано складові інституційних реформ у країнах з перехідною економікою; визначено сутність поняття



«інституційні реформи в процесі формування акціонерного капіталу»; виокремлено два основні етапи інституційних реформ, які повинні пройти країни з перехідною економікою в процесі євроінтеграції. Побудовано схему напрямів аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в умовах європейської інтеграції.

Аналіз та систематизація теоретичних та емпіричних підходів до дослідження чинників розвитку ринків акціонерного капіталу в країнах світу дозволили виокремити чотири основні групи факторів, які визначають формування певної моделі ринку акціонерного капіталу в країні: мета та методи створення ринку, тип фінансової системи, макроекономічні показники та інституційні чинники.

В розвинутих європейських країнах ринок акціонерного капіталу виник з потреб реального сектору економіки. На відміну від цього, в країнах ЦСЄ в умовах ринкової трансформації формування ринку акціонерного капіталу було пов'язане з широкомасштабною приватизацією. Саме методи створення ринків акціонерного капіталу дали поштовх, в деяких випадках позитивний, а в інших досить негативний, та заклали підґрунтя для подальшого розвитку цих ринків у країнах ЦСЄ.

Для запозичення у розвинутих країн та вкорінення такого нового інституту, як ринок акціонерного капіталу, перехідним економікам знадобився не один рік. Навіть зараз, більш як через 20 років після початку трансформаційного періоду, рівень розвитку ринків акціонерного капіталу у країнах ЦСЄ далекий від рівня розвинутих країн. В дисертаційній роботі доведено, що причиною такої ситуації є ефективність проведених інституційних реформ та якість сформованого інституційного середовища.

Узагальнення теоретичного матеріалу дало змогу виокремити два основні етапи інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу, які повинні пройти країни з перехідною економікою. Перший етап передбачає створення формальних інститутів (законодавства про акціонерні товариства, фондовий ринок, корпоративне управління, банкрутство), а також організацій та учасників ринку (бірж, інституційних інвесторів, депозитаріїв, клірингових палат тощо). Другий етап передбачає реальну інституціоналізацію та досягається в довгостроковому періоді, на цьому етапі суспільство усвідомлює необхідність дотримання нових правил, виникає довіра населення до новостворених організацій та учасників ринку, ринок стає прозорим, інформація доступною, відбувається вкорінення властивих ринковому порядку неформальних інститутів. Ефективні інституційні реформи передбачають формування привабливого інституційного середовища, яке відповідно до сучасних поглядів інституціоналістів повинно забезпечувати: мінімізацію трансакційних витрат, захист прав власності, виконання контрактів, конкурентну поведінку, зменшення проявів опортуністичної поведінки та персоніфікації обміну.

Незважаючи на велику кількість праць, присвячених дослідженню факторів впливу на формування акціонерного капіталу, недостатня увага

присвячена аналізу ролі саме інституційних чинників у функціонуванні акціонерних товариств та ринку акціонерного капіталу загалом. Дослідження низки вчених сконцентровані на аналізі впливу суто макроекономічних показників на динаміку ринку акціонерного капіталу (К. Аг'їре-Тетті, Р. Атьє, В. Бенчівенга, Дж. Бойд, Ф. Гарсія, В. Ерунза, С. Зервос, А. Кьеребоа-Колеман, Л. Ліу, А. Сінгх, Б. Сміт, Р. Старр, Б. Явановіч). Значно глибший підхід до пошуку основних чинників розвитку ринків акціонерного капіталу представлений у працях економістів, які поряд з макроекономічними чинниками досліджують та доводять важливу роль інституційної складової у розвитку ринку акціонерного капіталу (А. Адаров, С. Архіреєв, Р. Вішні, А. Гані, А. Деміргук-Кант, Я. Зінченко, Р. Ла Порта, Р. Левін, Флоренціо Лопес-де-Сіланес, Я. Міркін, Х. Нгассам, Р. Чайдзі, А. Шляйфер, К. Ярті).

Особливості інституційного середовища діяльності окремих підприємств, а також процесу конвергенції інститутів перехідних економік з розвинутими ринковими економіками присвячено праці таких економістів, як Л. Кркоска, П. Мітра, О. Муравйов, К. Робек, М. Шаффер. Дослідження та аналіз такої невід'ємної складової інституційного середовища, як корпоративне управління представлені в працях В. Андреффа, А. Берлі, М. Бехта, П. Болтона, М. Дженсена, Б. Єрзнкяна, П. Кузнєцова, В. Меклінга, Г. Мінза, Я. Міркіна, О. Муравйова, А. Рюелль, А. Рачинського.

Проте, такі дослідження мають досить точковий характер, аналізуючи лише певну частину інституційних проблем, чи то для ринку акціонерного капіталу загалом, чи то з точки зору функціонування окремих акціонерних товариств, беручи при цьому до уваги невелику кількість країн та враховуючи невеликий часовий проміжок.

З метою проведення комплексного аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу, в дисертаційній роботі виокремлено два основні рівні дослідження – мікро- та макрорівень (рис. 1). На першому рівні передбачено проведення дослідження особливостей інституційного середовища діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ, на другому – дослідження ролі інституційних чинників у розвитку ринку акціонерного капіталу досліджуваної групи країн. Інституційні чинники діяльності акціонерних товариств поділено на внутрішні та зовнішні. До зовнішніх віднесено чинники, на які підприємство вплинути не може, зокрема, невизначеність економічної політики, політична нестабільність, недостатні здібності та освіта працівників, неналежне функціонування судів, висока вартість та складність доступу до фінансування, антиконкурентна поведінка, корупція, незадовільне податкове адміністрування, податкові ставки та ін. Внутрішні інституційні чинники більшою мірою залежать від рішень, які приймаються на конкретному підприємстві. До таких чинників віднесено показники якості корпоративного управління, структури та концентрації власності. На макрорівні передбачено дослідження ролі ефективності державного управління в забезпеченні успішного розвитку ринку акціонерного капіталу.



**Рис. 1. Напрями аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ**

Примітка: сформовано особисто автором.

У другому розділі – «Аналіз особливостей та ефективності інституційного середовища акціонерних товариств у країнах ЦСЄ в умовах євроінтеграції» основну увагу сконцентровано на аналізі інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ на мікрорівні, тобто дослідженні інституційного середовища на рівні окремих акціонерних товариств на основі показників бази даних BEEPS.

Аналіз зовнішніх інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, а саме Польщі, Угорщині, Чехії, Словаччині, Словенії, Латвії, Литві та Естонії, протягом 2002-2013 років засвідчив наявність позитивної динаміки в змінах інституційного середовища досліджуваної групи країн протягом 2002-2005 та 2009-2013 років (табл. 1), яка безпосередньо пов'язана з набуттям країнами ЦСЄ 2004 року членства в ЄС.

Найбільші незручності акціонерним товариствам країн ЦСЄ протягом 2002-2013 років створювали податкові ставки. У 2002-2005 роках для акціонерних товариств країн ЦСЄ досить відчутними були також такі зовнішні інституційні перешкоди, як порушення умов контракту, невизначеність економічної політики, макроекономічна нестабільність. У 2009-2013 роках основними інституційними перешкодами в країнах ЦСЄ, окрім податкових ставок, були: політична нестабільність, незадовільне податкове адміністрування, недостатні здібності та освіта працівників (табл. 1).

Таблиця 1

**Найбільш значимі зовнішні інституційні перешкоди діяльності акціонерних товариств у країнах ЦСЄ протягом 2002-2013 років<sup>1</sup>**

2002	2005	2009	2013
податкові ставки (2,82)	податкові ставки (2,62)	податкові ставки (2,2)	податкові ставки (1,8)
невизначеність економічної політики (2,66)	невизначеність економічної політики (2,48)	політична нестабільність (1,71)	політична нестабільність (1,14)
макроекономічна нестабільність (2,65)	макроекономічна нестабільність (2,40)	недостатні здібності та освіта працівників (1,58)	незадовільне податкове адміністрування (1,04)
порушення умов контракту (2,55)	порушення умов контракту (2,40)	незадовільне податкове адміністрування (1,44)	недостатні здібності та освіта працівників (0,97)

Примітка: сформовано автором на основі баз даних VEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

На основі тестів на статистичну значимість незважених середніх значень обраних зовнішніх інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств досліджено, що станом на 2005 рік інституційне середовище країн ЦСЄ було за всіма показниками слабшим від відповідного середовища розвинутих країн ЄС. При цьому протягом 2002-2005 та 2009-2013 років відзначається значна позитивна динаміка змін зовнішніх інституційних чинників діяльності акціонерних товариств в напрямку їх наближення до показників, притаманних розвинутих країнам ЄС.

В 2002-2013 роках інституційне середовище акціонерних товариств в країнах ЦСЄ було за більшістю показників більш сприятливим, ніж відповідне середовище пострадянських країн та країн Південно-Східної Європи. Основними аспектами інституційного середовища, за якістю яких країни ЦСЄ поступалися пострадянським країнам в 2002, 2005 та 2013 роках, були порушення умов контракту, антиконкурентна поведінка та функціонування судів, що пояснюється значно вищим рівнем корупції в пострадянських країнах.

Проведений аналіз на основі коефіцієнтів часткової кореляції дозволив виокремити зовнішні інституційні перешкоди, характерні протягом 2002-2013 років більшою мірою саме для акціонерних товариств: в країнах ЦСЄ такою інституційною перешкодою стало порушення умов контракту; в пострадянських країнах – митні та торговельні правила і податкові ставки; в країнах Південно-Східної Європи – недостатні здібності та освіта працівників, ускладнене ліцензування бізнесу, незадовільне податкове адміністрування та податкові ставки; в розвинутих країнах ЄС – невизначеність економічної

<sup>1</sup> В дужках подано середні значення значимості інституційних перешкод. За 2002 та 2005 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 1 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 2 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 3 – помірною перешкодою, 4 – значною перешкодою. За 2009 та 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – обраний показник не є перешкодою для діяльності підприємства, 1 – незначною перешкодою, 2 – помірною перешкодою, 3 – значною перешкодою, 4 – дуже серйозна перешкода.

політики, недостатні здібності та освіта працівників, проблеми з транспортною інфраструктурою, митні та торговельні правила.

Дослідження, проведені на основі побудованих пробіт-моделей, показали зростаючу роль інституційного середовища у формуванні основного капіталу акціонерних товариств країн ЦСЄ, спричинену вступом досліджуваних країн в 2004 році в ЄС (табл. 2).

Таблиця 2

**Вплив основних зовнішніх інституційних перешкод на формування основного капіталу акціонерних товариств країн ЦСЄ в 2002-2013 роках**

Інституційні перешкоди	Основний капітал	
	2002	2005
Податкові ставки	-0,0441	-0,0342
Невизначеність економічної політики	0,0726	0,0473
Макроекономічна нестабільність	-0,1300	-0,0508
Порушення умов контракту	0,0252	0,0235
Константа	0,2796	-0,2837
$\chi^2$ (F test)	3,79	0,93
Prob > $\chi^2$	0,4354	0,9199
Кількість спостережень	406	409
	2009	2013
Податкові ставки	-0,0242	-0,0585*
Політична нестабільність	-0,044	0,0782**
Недостатні здібності та освіта працівників	0,1707***	0,0544*
Незадовільне податкове адміністрування	0,0076	0,0682*
Константа	0,5328	-0,0614
$\chi^2$ (F test)	40,94	23,45
Prob > $\chi^2$	0,0000	0,0001
Кількість спостережень	1573	1665

Примітка: \* - різниця є статистично значима на рівні 5 %. \*\* - різниця є статистично значима на рівні 1 %. \*\*\* - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %. Обраховано автором на основі баз даних ВЕЕПС за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

На основі проведеного економетричного аналізу встановлено, що зростання податкових ставок чинить негативний вплив на приріст основного капіталу акціонерних товариств в той час, як зростання політичної нестабільності, зниження якості освіти та незадовільне податкове адміністрування в посткризовий період посилює бажання акціонерних товариств країн ЦСЄ нарощувати основний капітал (табл. 2).

Серед внутрішніх інституційних чинників діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ проаналізовано якість корпоративного управління, концентрацію та структуру власності. Рівень корпоративного управління в переважній більшості країн ЦСЄ ще не досяг відповідного рівня розвинутих країн ЄС. Найкращі результати серед країн ЦСЄ за якістю корпоративного управління демонструють Польща, Словаччина, Угорщина та Естонія.

Для аналізу якості корпоративного управління акціонерних товариств на основі бази даних ВЕЕПС обрано показники рівня прозорості та використання

підприємствами міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ). За рівнем прозорості країни Балтії, на відміну від інших країн ЦСЄ, демонструють показники навіть вищі за розвинуті країни ЄС. Загалом якість корпоративного управління вища на великих підприємствах. В країнах Балтії найбільша частка акціонерних товариств, які є прозорими та використовують МСФЗ, спостерігається при найвищій концентрації власності (76-100 %), а в розвинутих країнах ЄС – при найнижчій. Відповідно, країни Балтії доводять точку зору А. Берлі та Г. Мінза щодо взаємозв'язку між концентрацією власності та якістю корпоративного управління, в той час як розвинуті країни ЄС – точку зору представників сучасного підходу до аналізу корпоративного управління, зокрема, Р. Ла Порти, Флоренціо Лопес-де-Сіланеса, А. Шляйфера, Р. Вішні та Я. Міркіна.

На основі побудованих пробіт-моделей змодельовано вплив внутрішніх інституційних чинників на результати економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ в 2005 та 2013 роках. Отримані результати доводять наявність значного позитивного впливу рівня прозорості та використання підприємством МСФЗ на зростання обсягів продаж та нарощування основного капіталу акціонерними товариствами в досліджуваних країнах (табл. 3).

Таблиця 3

**Внутрішні інституційні фактори впливу на показники економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ в 2005 та 2013 роках**

Незалежні змінні	2005		2013 <sup>2</sup>
	Обсяги продаж	Основний капітал	Основний капітал
МСФЗ	0,3016*	0,3829*	-
Прозорість	0,2931*	0,2831*	0,2704***
Приватизація	0,0929	0,0606	-
Інсайдери	0,1892	0,0813	-
Концентрація власності	0,0139	0,1042*	-0,0020
Константа	-0,2761	-1,4046***	0,6080***
$\chi^2$ (F test)	27,29	42,29	95,09
Prob > $\chi^2$	0,0070	0,0000	0,0000
Кількість спостережень	542	542	1606

Примітка: \* - показник є статистично значимий на рівні 5 %. \*\* - показник є статистично значимий на рівні 1%. \*\*\* - показник є статистично значимий на рівні 0,1%. Розрахунки автора на основі бази даних ВЕЕПС за 2005 та 2013 роки.

Дослідження впливу власності в руках різних груп акціонерів на результати економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ, проведене на основі пробіт-моделі, дозволило зробити висновок про наявність прямої статистично значимої залежності між власністю в руках іноземного інвестора, приватної особи і сімей та покращенням таких показників економічної діяльності великих акціонерних товариств, як обсяги продаж та основний капітал.

<sup>2</sup> Дані щодо приватизації, використання акціонерним товариством МСФЗ та власності в руках інсайдерів відсутні в базі даних ВЕЕПС за 2013 рік, тому не враховані в побудованій моделі.

Загалом внутрішнє інституційне середовище акціонерних товариств країн ЦСЄ з кожним роком покращується та поступово наближається до рівня розвинутих країн ЄС, що відіграє важливу роль в підвищенні ефективності економічної діяльності акціонерних товариств, а відтак сприяє зростанню інвестиційної привабливості та створює можливості для залучення додаткового капіталу через фондові ринки.

**У третьому розділі – «Моделювання та вдосконалення функціонування ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ у процесі євроінтеграції»** проаналізовано рівень розвитку та досліджено роль ринку акціонерного капіталу в економіці країн ЦСЄ, змодельовано вплив макроекономічних та інституційних чинників на рівень розвитку ринку акціонерного капіталу досліджуваних країн, а також розроблено рекомендації щодо напрямів підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу України.

На основі аналізу показників капіталізації та ліквідності фондового ринку в країнах ЦСЄ протягом 1999-2012 років було визначено, що рівень розвитку ринків акціонерного капіталу досліджуваної групи країн є досить низьким порівняно з розвинутими країнами світу.

Проведений аналіз на основі методу порівняння, інтерпретації коефіцієнтів часткової кореляції та тесту Гренджера засвідчив, що ринок акціонерного капіталу дійсно відіграє важливу роль як в залученні ПІІ, так і в економічному зростанні країн ЦСЄ. Ліквідний фондовий ринок зменшує ризики, забезпечуючи тим самим довгострокове інвестування, покращує розміщення капіталу. Притік ПІІ сприяє впровадженню нових технологій, управлінських ноу-хау та вмінь, необхідних для реструктуризації компаній.

На основі результатів тесту Гренджера визначено, що ймовірність впливу розвитку банківського сектору на економічне зростання країн ЦСЄ є значно вищою ніж у ліквідності фондового ринку, що знаходить підтвердження у властивій цим країнам банківсько-орієнтованій моделі фінансової системи.

Для аналізу ролі інституційного середовища у розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ використано узагальнений метод найменших квадратів для моделі з випадковими ефектами. Дослідження проведено в статистичному пакеті Stata на основі наступної моделі:

$$y_{it} = \mu + x_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

де  $y_{it}$  – капіталізація фондового ринку по відношенню до ВВП для  $i$ -ої країни в момент часу  $t$ ;  $x_{it}$  – матриця макроекономічних та інституційних змінних;  $\beta$  – вектор параметрів моделі;  $\mu$  – константа;  $\alpha_i$  – випадкова помилка, яка інваріантна за часом до кожного об'єкту;  $\varepsilon_{it}$  – похибка.

Отримані шість різних моделей пояснення динаміки ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ доводять значимий позитивний вплив зростання ефективності державного управління, а саме проведення реформ у сфері боротьби з корупцією, забезпечення права участі громадян у виборі уряду та незалежності преси, на рівень розвитку ринку акціонерного капіталу країн ЦСЄ у 2002-2011 роках (табл. 4).

Таблиця 4

**Інституційні та макроекономічні фактори впливу на капіталізацію  
фондових ринків в країнах ЦСЄ протягом 2002-2011 років**

Незалежні змінні	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6
Кредити приватному сектору	-0,025	-0,044	-0,039	-0,015	-0,078	-0,074
Обсяги торгів/ВВП	0,696***	0,741***	0,742***	0,806***	0,699***	0,730***
Log (ВВП на душу населення)	6,632	11,672	10,945	9,067	8,205	3,165
Валові внутрішні інвестиції	0,848***	0,864***	0,851***	0,942***	0,855***	0,695***
Інфляція	-1,685***	-1,779***	-1,759***	-1,754***	-1,722***	-1,440***
Валові внутрішні заощадження	-0,624	-0,555	-0,557	-0,524	-0,676	-0,651
Притік приватного капіталу	-0,351	-0,280	-0,277	-0,201	-0,321	-0,261
Право участі громадян у виборі уряду та незалежність преси	24,215**	-	-	-	-	-
Політична стабільність та відсутність насилля	-	-0,961	-	-	-	-
Ефективність державного управління	-	-	0,194	-	-	-
Якість регулювання	-	-	-	-10,633	-	-
Верховенство права	-	-	-	-	8,796	-
Боротьба з корупцією	-	-	-	-	-	13,780***
Константа	-33,438	-30,977	-28,958	-15,137	-19,401	3,225
Prob > $\chi^2$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R <sup>2</sup> (within)	0,4206	0,4242	0,4232	0,4301	0,4068	0,4119
R <sup>2</sup> (between)	0,5694	0,4655	0,4664	0,5313	0,5282	0,6683
R <sup>2</sup> (overall)	0,4773	0,4353	0,4350	0,4588	0,4462	0,5128
Wald chi2(10)	61,19	51,64	51,59	56,80	53,99	70,53
Кількість спостережень	76	76	76	76	76	76
Кількість груп	8	8	8	8	8	8

Примітка: \*\*\*, \*\* та \* позначає значимість показника на рівні 1, 5 та 10 % відповідно.

Таким чином, створення належного інституційного середовища в країнах ЦСЄ сприяє ефективному функціонуванню ринку акціонерного капіталу, який відіграє важливу роль в економіці досліджуваних країн, сприяючи демократизації суспільства та покращенню розміщення капіталу.

## ВИСНОВКИ

У дисертації вирішено важливе наукове завдання щодо дослідження ролі інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в умовах європейської інтеграції, одержані результати дозволяють сформулювати низку висновків теоретичного та практичного характеру:

1. В розвинутих європейських країнах ринок акціонерного капіталу виник з потреб реального сектору економіки. Натомість формування цього ринку в країнах ЦСЄ було зумовлено широкомасштабною приватизацією. Саме методи створення ринків акціонерного капіталу дали поштовх, в деяких випадках позитивний, а в інших досить негативний, та заклали підґрунтя для подальшого розвитку цих ринків в досліджуваних країнах. Інвестиційні потреби реального сектору економіки краще задовільнялися в Польщі, Угорщині, Словаччині та



Естонії, що пояснюється застосуванням на початковому етапі приватизації саме методу акціонування.

2. На основі аналізу теоретико-методологічних підходів сформовано визначення ринку акціонерного капіталу як ринку, на якому під дією попиту та пропозиції формуються ціни на акції та структура власності акціонерних товариств. Аналіз та систематизація теоретичних та емпіричних підходів до дослідження чинників розвитку ринків акціонерного капіталу в країнах світу дозволили виокремити чотири основні групи факторів, які визначають формування певної моделі ринку акціонерного капіталу в країні: мета та методи створення ринку акціонерного капіталу, тип фінансової системи, макроекономічні показники та інституційні чинники.

3. Спираючись на понятійно-категоріальний апарат сучасної інституційної теорії, визначено такі основні складові ефективних інституційних реформ в країнах з перехідною економікою: створення формальних ринкових інститутів, контроль та забезпечення функціонування створених інститутів з боку держави та окремих суб'єктів економічної діяльності, створення та/або вкорінення властивих ринковому порядку неформальних інститутів. Ефективні інституційні реформи передбачають формування привабливого інституційного середовища, яке відповідно до сучасних поглядів інституціоналістів повинно забезпечувати мінімізацію трансакційних витрат, захист прав власності, виконання контрактів, конкурентну поведінку, зменшення проявів опортуністичної поведінки та персоніфікації обміну.

4. Інституційні реформи в процесі формування акціонерного капіталу визначено як процес створення нових та трансформації вже існуючих формальних та неформальних інститутів, а також механізмів контролю за їх дотриманням (тобто, загалом інституційного середовища), що відбувається в системі, яка перетворює заощадження в інвестиції шляхом організації обігу акцій та формує відповідну структуру власності підприємств.

З метою проведення комплексного аналізу інституційних реформ в процесі формування акціонерного капіталу побудовано схему дослідження, в якій виокремлено два основні рівні – мікро- та макрорівень. Перший рівень передбачає проведення аналізу особливостей інституційного середовища акціонерних товариств країн ЦСЄ, а другий – дослідження ролі інституційних чинників у розвитку ринку акціонерного капіталу досліджуваних країн.

5. Протягом 2002-2005 та 2009-2013 років в країнах ЦСЄ спостерігалось покращення якості зовнішнього інституційного середовища акціонерних товариств, що пояснюється підготовкою та набуттям досліджуваними країнами ЦСЄ 2004 року членства в ЄС. Виявлено, що найбільші незручності акціонерним товариствам країн ЦСЄ в 2002-2013 роках створювали податкові ставки. У 2002-2005 роках для акціонерних товариств країн ЦСЄ були досить значимими також такі зовнішні інституційні перешкоди: невизначеність економічної політики, макроекономічна нестабільність, порушення умов контракту; у 2009-2013 роках – політична нестабільність, недостатні здібності та освіта працівників, незадовільне податкове адміністрування.

На основі тестів на статистичну значимість незважених середніх значень зовнішніх інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств зроблено висновки щодо: відставання станом на 2005 рік рівня розвитку інституційного середовища країн ЦСЄ від відповідного рівня розвинутих країн ЄС; наявності протягом 2002-2013 років переважно більш сприятливого інституційного середовища в країнах ЦСЄ порівняно з країнами Південно-Східної Європи та пострадянськими країнами. Основними аспектами інституційного середовища, за якістю яких країни ЦСЄ поступалися пострадянським країнам в 2002, 2005 та 2013 роках, були порушення умов контракту, антиконкурентна поведінка та функціонування судів, що пояснюється значно вищим рівнем корупції в пострадянських країнах та відповідно можливістю «приватного» вирішення спірних питань.

6. Моделювання впливу зовнішніх інституційних перешкод на результати економічної діяльності акціонерних товариств показало зростаючу роль інституційного середовища в діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ, спричинену вступом досліджуваних країн в 2004 році в ЄС. Якщо в 2002-2005 роках вплив інституційного середовища на результати економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ зовсім не прослідковувався, то в 2009-2013 роках зросла як значимість побудованих моделей, так і значимість впливу виокремлених інституційних перешкод.

7. На основі побудованих пробіт-моделей за даними 2005 та 2013 років доведено важливість внутрішніх інституційних чинників, а саме якості корпоративного управління, концентрації та структури власності у покращенні показників економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ. Зростання рівня прозорості, використання акціонерними товариствами МСФЗ, зменшення концентрації власності, а також власність в руках іноземного інвестора, приватної особи та сімей сприяло зростанню обсягів продаж та нарощуванню основного капіталу акціонерних товариств країн ЦСЄ.

8. Рівень розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ є досить низьким. Незважаючи на це доведено, що ринок акціонерного капіталу відіграє важливу роль в залученні ПІІ та економічному зростанні досліджуваних країн. При цьому ймовірність впливу розвитку банківського сектору на економічне зростання країн ЦСЄ є значно вищою, ніж у ліквідності фондового ринку, що знаходить підтвердження у властивій цим країнам банківсько-орієнтованій моделі фінансової системи.

9. Моделювання впливу інституційних та макроекономічних показників на капіталізацію фондового ринку показало присутність значимого позитивного впливу підвищення ефективності державного управління, а саме реформ в сфері боротьби з корупцією, забезпечення права участі громадян у виборі уряду та незалежності преси, на рівень розвитку ринку акціонерного капіталу країн ЦСЄ у 2002-2011 роках.

10. Досвід країн ЦСЄ в розвитку ринків акціонерного капіталу та залучення ПІІ в процесі євроінтеграції має велике значення для України. Україна має всі шанси створити ефективний ринок акціонерного капіталу, перебудувавши

взаємовідносини в суспільстві таким чином, щоб забезпечити дійсно високий рівень прозорості ринку, захист прав власності, виконання контрактів, конкурентну поведінку, зменшення проявів опортуністичної поведінки та персоніфікації обміну, поборовши, в першу чергу, корупцію та створивши, таким чином, якісне інституційне середовище. Ефективні інституційні реформи є запорукою формування ліквідного фондового ринку, який є одним з рушіїв залучення ПІІ та забезпечення економічного зростання шляхом ефективного перерозподілу капіталу.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

*Статті у наукових фахових виданнях:*

1. Ємельянова Л.О. Підходи до визначення факторів впливу на розвиток фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи / Л.О. Ємельянова // Вісн. Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка. Сер. міжнар. відносини. – 2006. – Вип. 18. – С. 221–229 (0,63 д.а.).
2. Ємельянова Л.О. Якість корпоративного управління акціонерних товариств в країнах Центральної та Східної Європи / Л.О. Ємельянова // Вісн. Львів. комерц. академії. Сер. Економічна. – 2009. – Вип. 30. – С. 31–35 (0,35 д.а.).
3. Ємельянова Л.О. Вплив інституційних факторів на економічну діяльність акціонерних товариств країн Центральної та Східної Європи / Л.О. Ємельянова // Вісн. Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка. Сер. міжнар. відносини. – 2010. – Вип. 27. – С. 336–344 (0,39 д.а.).
4. Ємельянова Л.О. Структура акціонерного капіталу на підприємствах країн Центральної та Східної Європи / Л.О. Ємельянова // Вісн. Нац. ун-ту «Львівська політехніка». Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2011. – №714. – С. 200–208 (0,63 д.а.).
5. Ємельянова Л.О. Інституційні перешкоди діяльності та розвитку акціонерних товариств в країнах ЦСЄ / Л.О. Ємельянова // Вісн. Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка. Сер. міжнар. відносини. – 2014. – Вип. 35. – С. 171–180 (0,73 д.а.).

*Статті у наукових фахових виданнях іноземних держав:*

6. Yemelyanova L. The Determinants of Stock Market Development in the CEE countries / Lidiya Yemelyanova // Przedsiębiorstwo & Finanse : Rocznik Wydziału nauk ekonomicznych Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku. – Białymstok : Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania. – 2013. – №3. – P.54–62 (0,76 д.а.).

*Тези наукових доповідей:*

7. Ємельянова Л.О. Проблеми формування фондових ринків в країнах Центральної та Східної Європи. Міжнар. наук.-практ. конф. / Л.О. Ємельянова // Економічна система України: минуле, сучасне, майбутнє : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 21-22 жовтня 2005. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2005. – С. 118–119 (0,16 д.а.).
8. Ємельянова Л.О. Особливості кількісного аналізу трансакційних витрат на фондових ринках / Л.О. Ємельянова // Теоретичні та прикладні аспекти аналізу

фінансових систем : зб. наук. праць за матеріалами VI Всеукр. наук. конф. аспірантів та студентів, 26-27 квітня 2006 р. – Львів : Львів. банківський ін-т НБУ, 2006. – С. 107–110 (0,28 д.а.).

9. Ємельянова Л.О. Сучасна теорія трансакційних витрат та її застосування до аналізу фондових ринків / Л.О. Ємельянова // Філософія економіки Івана Франка й сучасні економічні проблеми : матеріали міжнар. студентсько-аспірантської наук. конф. ЛНУ ім. І. Франка, 5-6 травня 2006 р. – Львів : Львів. нац. ун-т ім. І. Франка, 2006. – С. 75–76 (0,17 д.а.).

10. Ємельянова Л.О. Особливості формування та ефективності акціонерного капіталу в країнах ЄС і СНД / Л.О. Ємельянова // Європейські інтеграційні процеси і транскордонне співробітництво : матеріали IV міжнар. наук.-практ. конф. студентів, аспірантів і молодих науковців, 17-18 травня 2007 р. – Луцьк : Волинський держ. ун-т ім. Лесі Українки, 2007. – С. 268–271 (0,25 д.а.).

11. Ємельянова Л.О. Інституціональні аспекти розвитку ринку акціонерного капіталу в Україні / Л.О. Ємельянова // Розвиток України в ХХІ столітті : економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми : матеріали III міжнар. наук.-практ. інтернет-конференції, 15 жовтня 2008 р. – Тернопіль, 2008. – С. 141–143 (0,16 д.а.).

12. Ємельянова Л.О. Інституційне середовище діяльності акціонерних товариств країн Центральної та Східної Європи / Л.О. Ємельянова // Економіка України в умовах посилення глобалізаційних процесів: виклики і перспективи : матеріали міжнар. студентсько-аспірантської наук. конф. ЛНУ ім. І. Франка, 15-16 травня 2009 р. – Львів : Львів. нац. ун-т ім. І. Франка, 2009. – С. 147–148 (0,21 д.а.).

13. Ємельянова Л.О. Підходи до аналізу інституційних реформ на ринках акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ / Л.О. Ємельянова // Міжнародні відносини: політичні, правові, економічні, лінгво-країнознавчі аспекти : матеріали звітної наук. конф. Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка, 5-8 лютого 2010 р. – Львів : Львів. нац. ун-т ім. І. Франка, 2010. – С. 275–277 (0,11 д.а.).

14. Ємельянова Л.О. Структурні особливості ринку акціонерного капіталу в перехідних економіках / Л.О. Ємельянова // Міжнародні відносини: політичні, правові, економічні, лінгво-країнознавчі аспекти : матеріали наук. конф. ф-ту міжнар. відносин, присвяченої 350-річчю Львів. нац. ун-ту імені Івана Франка, 8-9 лютого 2011 р. – Львів : Львів. нац. ун-т ім. І. Франка, 2011. – С. 98–100 (0,13 д.а.).

## АНОТАЦІЯ

**Ємельянова Л.О. Інституційні реформи у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в умовах європейської інтеграції. – На правах рукопису.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини. – Львівський національний університет імені Івана Франка, Львів, 2015.

Дисертацію присвячено дослідженню ролі інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в умовах євроінтеграції. У роботі узагальнено сучасні підходи до аналізу та проведення інституційних реформ, виокремлено основні фактори формування моделей ринку акціонерного капіталу в країнах світу. Здійснено детальний аналіз особливостей зовнішнього та внутрішнього інституційного середовища діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ в умовах євроінтеграції та досліджено характер впливу цього середовища на результати економічної діяльності акціонерних товариств. Визначено роль ринку акціонерного капіталу в залученні ПІІ та економічному зростанні країн ЦСЄ. Змодельовано вплив макроекономічних та інституційних факторів на рівень розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ. Сформовано рекомендації щодо шляхів підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу України.

**Ключові слова:** формування акціонерного капіталу, ринок акціонерного капіталу, інституційні реформи, інституційне середовище, прямі іноземні інвестиції, євроінтеграційні процеси.

## АННОТАЦІЯ

**Емельянова Л.О. Институциональные реформы в процессе формирования акционерного капитала в странах ЦВЕ в условиях европейской интеграции. – На правах рукописи.**

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.02.00 – мировое хозяйство и международные экономические отношения. – Львовский национальный университет имени Ивана Франко, Львов, 2015.

Диссертация посвящена исследованию роли институциональных реформ в процессе формирования акционерного капитала в странах ЦВЕ в условиях евроинтеграции. В работе обобщены современные подходы к анализу и проведению институциональных реформ, выделены основные факторы формирования моделей рынка акционерного капитала в странах мира. Произведен детальнейший анализ внешней и внутренней институциональной среды деятельности акционерных обществ стран ЦВЕ в условиях евроинтеграции, исследован характер влияния этой среды на результаты экономической деятельности акционерных обществ. Определена роль рынка акционерного капитала в привлечении прямых иностранных инвестиций и экономическом росте стран ЦВЕ. Смоделировано влияние макроекономических и институциональных факторов на уровень развития рынка акционерного капитала в странах ЦВЕ. Сформированы рекомендации относительно путей повышения уровня развития рынка акционерного капитала Украины.

**Ключевые слова:** формирование акционерного капитала, рынок акционерного капитала, институциональные реформы, институциональная среда, прямые иностранные инвестиции, евроинтеграционные процессы.

## SUMMARY

**Yemelyanova L. Institutional reforms in the process of forming the share capital in CEE countries in terms of European integration. – Manuscript.**

The dissertation submitted in fulfillment of the requirements for the academic degree of Candidate of Economic Sciences in speciality 08.00.02 – World Economy and International Economic Relations. – Ivan Franko National University of Lviv, Lviv, 2015.

The dissertation investigates the role of institutional reforms in the process of forming the share capital in CEE countries in terms of European integration. It summarizes modern approaches to the analysis of institutional reforms, groups components of institutional reforms in transition economies, compares the basic prerequisites for the rise of the share capital in market and transition economies, and discloses major factors of influence on the equity market models. The thesis creates a comprehensive approach to the study of institutional reforms in the process of forming the share capital on the basis of the analysis of the institutional environment at the micro and macro level, which involves the definition of the external and internal obstacles of economic activity of joint stock companies, as well as the study of the role of institutional factors in the development of equity markets in the CEE countries.

The thesis analyzes the characteristics of internal and external institutional environment of joint stock companies in CEE countries during 2002-2013; investigates the impact of tax rates, uncertainty about regulatory policies, macroeconomic instability, contract violations, political instability, inadequately educated workforce, unsatisfactory tax administration on the results of economic activities of joint stock companies in terms of European integration; estimates the level of convergence of the institutional environment of joint stock companies in CEE countries with the developed countries of the EU. The paper investigates also the role of corporate governance, concentration and structure of ownership in the economic activity of joint stock companies; considers the definition of institutional obstacles, characteristic to a greater extent for joint stock companies than for companies in other organizational forms in CEE countries during 2002-2013.

The dissertation also investigates the level of development of the equity market in CEE countries; studies the role of equity market development in attracting FDI and ensuring economic growth in CEE countries during 1999-2012; simulates impact of macroeconomic and institutional factors on the level of equity market development in CEE countries for the period of 2002-2011 using GLS model with random-effects; provides recommendations for enhancing the development of the equity market in Ukraine.

**Keywords:** formation of the share capital, equity market, institutional reforms, institutional environment, foreign direct investment, EU integration processes.