

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

На правах рукопису

ЄМЕЛЬЯНОВА ЛІДІЯ ОЛЕГІВНА

УДК 338.2:336.76(4-11+4-191.2)]:

339.92:061.1ЄС

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

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство
і міжнародні економічні відносини

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник –
Біленко Юрій Іванович,
кандидат економічних наук,
доцент

Львів – 2015

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ПРОВЕДЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ РЕФОРМ У ПРОЦЕСІ ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІКАХ.....	12
1.1. Сутність та роль ринку акціонерного капіталу в економіці країн.....	12
1.2. Особливості формування та структура ринку акціонерного капіталу в перехідних економіках.....	21
1.3. Сучасні підходи до аналізу та проведення інституційних реформ, показники ефективності.....	39
1.4. Напрями та методи аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах з перехідною економікою.....	63
Висновки до розділу 1.....	83
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ОСОБЛИВОСТЕЙ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ У КРАЇНАХ ЦСЄ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ.....	85
2.1. Особливості інституційного середовища акціонерних товариств у країнах ЦСЄ в умовах євроінтеграції.....	85
2.2. Рівень конвергенції інституційного середовища акціонерних товариств у країнах ЦСЄ з розвинутими країнами ЄС.....	112
2.3. Якість корпоративного управління акціонерних товариств країн ЦСЄ та лістинг на фондових біржах.....	124
Висновки до розділу 2.....	145
РОЗДІЛ 3. МОДЕЛЮВАННЯ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В КРАЇНАХ ЦСЄ У ПРОЦЕСІ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ.....	148
3.1. Рівень розвитку та ефективність ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ.....	148
3.2. Аналіз факторів впливу на функціонування ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ.....	166

Висновки до розділу 3.....	184
ВИСНОВКИ.....	186
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	190
ДОДАТКИ.....	213

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Починаючи з 90-х років минулого століття країни Центральної та Східної Європи (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 підсилюють необхідність проведення ґрунтовного економічного аналізу особливостей та чинників розвитку цих ринків впродовж перехідного періоду, оцінки ролі та ефективності інституційних реформ в процесі формування акціонерного капіталу та розробки рекомендацій щодо напрямків подальшого розвитку ринків акціонерного капіталу країн ЦСЄ.

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. Пустовійт, 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, як вітчизняних, так і зарубіжних вчених, 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 покращення інституційного середовища ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ 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 року), «Формування структури та ринків капіталу в постсоціалістичних країнах Центральної та Східної Європи» (номер державної реєстрації 0107U007426, січень 2007 – грудень 2009 року), «Дослідження механізмів інституційних змін та інституційного середовища економічного розвитку в країнах Центральної та Східної Європи» (номер державної реєстрації 0110U003149, січень 2010 – грудень 2012 року), 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 року). Особисто дисертантом проаналізовано та систематизовано

теоретичні підходи до визначення складових інституційних реформ в країнах з перехідною економікою, розкрито механізм впливу інституційного середовища на розвиток ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ, сформульовано рекомендації щодо шляхів підвищення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу України.

Мета та завдання дослідження. Метою роботи 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;
- змодельовати 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 показників 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 ХХІ 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 ВАКу 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.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ПРОВЕДЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ РЕФОРМ У ПРОЦЕСІ ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІКАХ

1.1. Сутність та роль ринку акціонерного капіталу в економіці країн

«З найдавніших часів у всіх культурних народів усюди, де з'являлися ... потреби зосередити продаж продуктів щоденного вжитку в одному або кількох центральних пунктах, створювався ринок, куди на визначений час сходилися продавці й покупці». Термін “ринок” з часом набув ширшого значення, і тепер цим терміном називають систему товарно-грошових відносин виробників і споживачів матеріальних благ і послуг [1, с. 6].

Якщо говорити про ринок акціонерного капіталу, то історично вперше цей ринок виник з потреб реального сектора економіки, саме так це відбувалося в розвинутих на теперішній час європейських країнах.

В пізньому середньовіччі внаслідок великих географічних відкриттів істотно розширилася міжнародна торгівля, і підприємцям знадобилися великі суми капіталів, щоб використати нові можливості. Витрати по освоєнню нових територій були не в змозі покрити окремі підприємці. Створення великих, технічно добре оснащених підприємств на початку XVII ст. почало вимагати значних капіталовкладень, які набагато перевищували кошти індивідуальних підприємців. При цьому навіть банківський кредит не міг розв'язати виникаючі суперечності. По-перше, банківський кредит може бути наданий підприємцю в розмірах, які не перевищують вартість його власного майна, оскільки повернення позички має бути гарантовано. По-друге, банківський кредит, як правило, надається на певний обмежений термін. Ось чому виникла необхідність в особливій формі централізації капіталів, яка спроможна подолати ці межі банківського кредиту. З'явився акціонерний капітал і відповідно акціонерні товариства [2].

За словами К. Маркса, “Світ досі б лишився без залізниць, якщо б доводилось чекати, поки нагромадження не доведе окремі капітали до таких розмірів, що вони

будуть в змозі впоратися з будівництвом залізниці. Напроти, централізація за допомогою акціонерних товариств здійснила це миттєво” [3, с. 643].

Отже, акціонерний капітал – це капітал, що формується шляхом випуску акцій і відповідно передбачає об’єднання капіталів акціонерів конкретного підприємства.

Під акцією, в свою чергу, розуміють цінний папір, що випускається акціонерним товариством і засвідчує права на участь в управлінні акціонерним товариством, отримання дивідендів на частку акції та частини майна акціонерного товариства за умови його ліквідації, а також інші права, передбачені законодавчими актами країни [4].

Цінними паперами чи, як іноді говорять, „фіктивним капіталом” називають документи, які засвідчують право володіння чи позики, визначають взаємовідносини між особою, що випустила цей документ, та їх власником. Вони передбачають, як правило, виплату доходів у вигляді дивідендів чи відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав іншим особам [1, с. 18].

Акціонерне товариство – це господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями [5].

Першими акціонерними товариствами в світі стали англійські та голландські компанії для торгівлі з Ост-Індією (англійська Ост-Індська компанія, створена у 1600 році та голландська Ост-Індська компанія, створена відповідно у 1602 році), а також компанія Гудзонової затоки, заснована у 1670 році. Із кількох морських товариств у 1602 р. була створена «Об’єднана Ост-Індська компанія», по суті перша акціонерна компанія, акції якої регулярно купувались і продавались на біржі, а в 1622 р. – Вест-Індська компанія. Ці компанії стали першими великими емітентами цінних паперів. Акції компанії Гудзонової затоки дотепер котируються на фондових біржах Лондона та Торонто [6]. Акціонерні товариства створювались також в XVI – XVII ст. для фінансування видобутку вугілля та інших капіталоемних робіт.

Цікавим є той факт, що з 1600 по 1657 рр. англійська Ост-Індська компанія діяла на основі системи постійного поновлювального капіталу. Паї учасників поверталися їм після кожного плавання (експедиції). Лише з 1657 р. компанія

перетворилась дійсно в акціонерне товариство в сучасному розумінні, яке почало виплачувати дивіденди, а не ділити валовий прибуток.

В голландській Ост-Індській компанії протягом 40 років дивіденди по акціям дуже рідко виплачувались грошима – в основному товаром – спеціями. Лише з 1644 р. компанія почала виплачувати дивіденди лише в грошовій формі. Протягом 200 років свого існування компанія регулярно виплачувала дивіденди, середньорічна ставка яких була рівна 18% від номіналу [7, с. 12 – 13].

У XVII і XVIII ст. були створені акціонерні товариства у Франції, Німеччині, Данії та інших країнах. У Росії перше акціонерне товариство було засновано в 1757 році. Усього в 1909-1912 рр. в Російській імперії діяли 1275 акціонерних товариств, які у роки громадянської війни та іноземної інтервенції були майже повністю ліквідовані. Відродження акціонерного підприємництва розпочалось у 1921 р. в умовах переходу країни до непу. Наприкінці 20-х – на початку 30-х років XX ст. в умовах формування командно-адміністративної системи акціонерні товариства були в основному реорганізовані в державні об'єднання, розвиток акціонерного підприємництва в СРСР припинився майже на 60 років [6].

Загалом, варто відзначити, що у XIX ст. акціонерні товариства дістали значного поширення, а у XX ст. акціонерна форма підприємств стала пануючою в усіх розвинутих країнах. Більшість зарубіжних глобальних компаній сформували свій капітал за рахунок коштів мільйонів акціонерів. У США, наприклад, на частку акціонерних товариств нині припадає понад 90 % ВВП [2].

Якщо ж говорити про фондові біржі, то історики запевняють, що слово “біржа” виникло на початку XIV ст. у фламандському місті Брюгге, на перетині європейських торгівельних шляхів. У кварталах міста, де кипіла торгівля, можна було почути слова “borsa”, “boursa”, “boerse”, “beurs”. Так європейські купці називали великий будинок, що належав знатному роду Ван дер Бурсе. У цьому домі відбувалися регулярні зустрічі купців, де можна було дізнатися про останні новини, обговорити справи, укласти угоди. Слово «біржа» швидко поширилося на інші країни та почало використовуватися для позначення подібних зборів купців [8, с. 151 - 152].

Виникнення перших фондових бірж припадає на XVI-XVII століття. Загалом першою біржею, яка здійснювала торгівлю цінними паперами, вважається біржа Антверпена, створена в 1531 році. Але вона проіснувала недовго і в кінці XVI ст. була закрита [7, с. 13]. Найстарішою біржею, яка функціонує і на даний час, є Амстердамська фондова біржа, створена в 1611 році. Амстердам – портове місто, куди заходили судна з усього світу. Торгівельні кораблі нерідко були поділені на частки, що належали різним власникам. Ці частки продавалися і купувалися у залежності від чуток, що надходили про долю певного судна. За влучним висловом І. Ліпсіца, «фондова біржа – місце торгівлі між людьми, які намагаються зазирнути в майбутнє і розбагатіти за рахунок його більш точного передбачення» [8, с. 152]. Амстердамська біржа була універсальною, на ній укладалися угоди, пов'язані як із постачанням товару, так і з цінними паперами. До середини XVIII ст. на Амстердамській біржі оберталося 44 види цінних паперів. У другій половині XVIII ст. почали створюватися фондові біржі у Великобританії. Перша спеціалізована фондова біржа була створена в Лондоні в 1773 році.

Відповідно, фондова біржа – це акціонерне товариство, що зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, забезпечує формування їхнього біржового курсу та здійснює свою діяльність відповідно до визначених законів та нормативних актів, власного статуту і правил [1, с. 113]. Іншими словами, біржа – це організація з правами юридичної особи, що проводить публічні торги в певному визначеному місці, в певний час і за певними правилами.

Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це комплексна система, яка здійснює трансформацію тимчасово вільних грошових засобів, тобто заощаджень, які знаходяться в грошовій формі, в інвестиції шляхом організації обігу цінних паперів. Слід зазначити, що фондовий ринок і біржовий ринок не є повністю тотожними поняттями, оскільки торгівля на фондовому ринку може зосереджуватися як на біржах, так і на позабіржовому ринку.

Латинське *fundus*, французьке *fond* – це підстава, ґрунт. Понад триста років тому цей термін запозичила економіка. Спочатку його застосовували як назву капіталу, що має певне (цільове) призначення. У Німеччині і Росії в 19 ст. термін

„фонди” набрав нового значення: так стали називати білети державних позик, облігації і взагалі папери, що дають постійний відсотковий дохід. Згодом ця назва поширилася на акції та взагалі на всі цінні папери [1, с. 8].

Незважаючи на досить широке використання в економічній літературі поняття «ринок акціонерного капіталу», чітке визначення цього поняття й досі відсутнє. Як правило, ринок акціонерного капіталу ототожнюють з фондовим ринком або ринком акцій. Проте, таке трактування вдається дещо хибним, оскільки поняття «ринку акцій» передбачає дослідження періоду лише купівлі/продажу акції, поняття «фондового ринку» є ширшим і передбачає взаємовідносини між покупцями та продавцями не лише акцій, але й інших цінних паперів в той час, як ринок акціонерного капіталу – це ринок, який є частиною фондового ринку, збігаючись при цьому з ринком акцій, а також одночасно частиною системи прав власності, оскільки передбачає формування та/або зміну структури власності акціонерних товариств. Схематично узгодження понять «фондовий ринок» та «ринок акціонерного капіталу» зображено на рис.1.1.

Відповідно, на нашу думку, ринок акціонерного капіталу - це ринок, на якому під дією попиту та пропозиції формуються ціни на акції та структура власності акціонерних товариств.

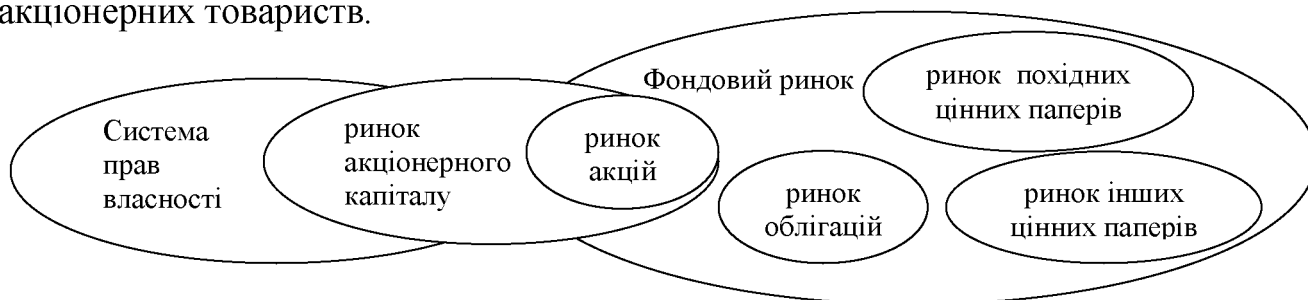


Рис. 1.1. Узгодження понять «фондовий ринок» та «ринок акціонерного капіталу» (сформовано автором)

Ефективний ринок акціонерного капіталу, так само як і фондовий ринок загалом, є надзвичайно важливим елементом ринкової економічної системи, оскільки виконує наступні функції:

- забезпечує фінансування виробництва товарів та послуг;
- розширює коло інвесторів та інтенсифікує грошові потоки;
- сприяє концентрації капіталів;

- забезпечує ефективний перерозподіл грошових коштів між галузями та сферами ринкової діяльності [9, с. 48];

- сприяє переведенню заощаджень, передусім населення, з невиробничої в виробничу форму;

- здійснює оцінку та «перевірку» ефективності діяльності компаній;

- знижує трансакційні витрати та полегшує укладання угод;

- сприяє формуванню ефективної структури власності акціонерних товариств.

Іншими словами, ринок акціонерного капіталу сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку кожної людини шляхом володіння і вільного розпорядження цінними паперами [10, с. 120].

Розвинений ринок акціонерного капіталу є суттєвим фактором економічного зростання, технічного прогресу, підвищення добробуту населення. Так, зокрема, на думку Ф. Гарсія та Л. Ліу, ріст обсягів операцій за посередництва фондового ринку, а відтак і ринку акціонерного капіталу, спричиняє зростання реальних доходів населення. І навпаки, значне зростання доходів спричиняє розвиток фондового ринку та відповідно ринку акціонерного капіталу. На думку економістів, з ростом доходу його циклічний компонент повинен впливати на зростання об'єму та індексів фондового ринку [11, с. 39]. Дослідженню причинно-наслідкових зв'язків між економічним зростанням та розвитком фондового ринку присвячені праці Р. Атьє та Б. Явановіча [12], Р. Левіна та С. Зервос [13, 14], С. Капассо [15] та багатьох інших економістів. Даний аспект буде нами детальніше розглянуто в наступних параграфах дисертаційної роботи.

Крім того, ефективний ринок акціонерного капіталу, сприяє перерозподілу грошових коштів, спрямовуючи їх в ті галузі, які їх дійсно потребують. Дослідженню взаємозв'язку між зміною доданої вартості та інвестиціями по галузях присвячено працю Дж. Вурглера [16]. Економіст дійшов висновку, що в країнах з розвинутими фінансовими ринками спостерігається більше зростання інвестицій у зростаючі галузі та, відповідно, більш значне зменшення інвестицій у ті галузі, які занепадають, ніж в країнах, де розвиток фінансових ринків є не таким успішним.

Відповідно, для того, щоб ринок акціонерного капіталу так само, як і будь який інший ринок, міг виконувати перераховані вище функції, погоджуючись з думкою О. Мозгового та дещо її доповнивши, ми вважаємо, що в країні повинні забезпечуватись такі шість умов:

- по-перше, учасники ринку повинні бути цілком вільними в своїх діях щодо купівлі-продажу акцій;
- по-друге, продавців та покупців має бути достатньо для того, щоб кожний з учасників ринку міг вільно вибрати партнера, інакше кажучи, щоб підтримувалось конкурентне середовище;
- по-третє, ринок повинен бути регульованим [1, с. 6-8, 12];
- по-четверте, інформація має бути відкритою, а ринок прозорим [17];
- по-п'яте, на ринку має забезпечуватися справедливе ціноутворення, яке передбачає відсутність фрагментарності ринку [18];
- по-шосте, ринок повинен володіти ефективною депозитарною та розрахунково-кліринговою системою [19].

Однією з основних, виокремлених нами умов, яка забезпечує виконання покладених на ринок акціонерного капіталу функцій є наявність конкурентного середовища. Обґрунтовуючи важливість конкуренції для нормального функціонування будь якого ринку звернімося до слів відомого німецького економіста Л. Ерхарда, який писав: «Хто хоче виключати функцію вільної ціни, той убиває конкуренцію і сприяє заморожуванню економіки. Існує тільки одна «правильна» і допустима ціна, яка не може бути визначена абстрактно. Вона формується внаслідок урівноваження рівня цін на вільному ринку». Жодні штучні системи контролю не можуть того, що може ринок: дати справжню оцінку товару, а у випадку з ринком акціонерного капіталу – акції, та визначити, наскільки він чи вона потрібні.

Переваги ринкової економіки підтверджує світова практика. Проте, будь який неконтрольований суспільством ринок призводить до монополізму. Ринку акціонерного капіталу, так само як і фондовому ринку загалом, властиві всі недоліки ринкової системи. За словами О.Мозгового: «Безконтрольний та нерегульований

фондовий ринок може призводити до таких небажаних наслідків, як монополізація, нерівноправність учасників процесу обігу цінних паперів, недозволене використання закритої інформації тощо» [1, с. 8, 12]. Тобто, для ринку акціонерного капіталу надзвичайно важливим є належне регулювання.

Існування ефективного фондового ринку, а відтак і ринку акціонерного капіталу, без системи розкриття інформації емітентами та інвесторами є неможливим. Ця неокласична парадигма, відома ще на початку 30-х років минулого століття, має під собою чітку логічну основу, яку важко заперечити. Нагадаємо, що необхідність розкриття інформації полягає в тому, що інвестору для прийняття остаточного рішення про вкладення коштів потрібно провести аналіз, інформаційною базою якого є не просто фінансова звітність емітента, а й спеціальна звітність емітентів та інших інвесторів перед регулятором та організатором торгів.

Загалом у світі умовно існують дві моделі розкриття інформації. Перша – американська, яка базується на розкритті інформації учасниками фондового ринку перед державним регулятором. Американці дуже обережно ставляться до відповідного процесу розкриття. Хоча Комісія з цінних паперів і бірж (SEC) встановлює стандарти розкриття, проводить досить суворі перевірки, в тому числі звітності й іноземних емітентів, депозитарні розписки на акції яких торгуються у США, проте регулятор не перевіряє кожного звіту. Фактично емітенти самостійно відповідають за їх якість, намагаючись залучити авторитетного аудитора з тим, щоб в інвесторів не залишилося ні тіні сумніву. Європейська модель спочатку здебільшого передбачала розкриття інформації емітентами перед організаторами торгів, а вже сам організатор визначав ступінь публічності цієї інформації, її форму та іноді структуру змістовної частини. Така модель протягом 2002-2004 рр. зазнала значної трансформації у бік посилення ролі регулятора. У кількох провідних європейських країнах вже діють паралельно системи розкриття інформації, що підтримуються відповідно організаторами торгів і регулятором [20].

До основних документів, які визначають головні принципи розкриття інформації та використовуються у міжнародній практиці належать, зокрема, Міжнародні стандарти корпоративного управління, прийняті у 1999 році ОЕСР [21],

Стандарти розкриття інформації Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) [22], а також низка Директив ЄС [23].

Умови для перерозподілу капіталу між галузями створює механізм ціноутворення на цінні папери емітентів, який об'єктивно відображає зміну пріоритету в розвитку галузей та виробництв. Підвищений попит на продукцію компанії свідчить про перспективи росту її прибутку, що за інших рівних умов стимулює інтерес до цінних паперів емітента зі сторони інвестора та знижує вартість позики на фондовому ринку для компанії. Підвищений попит на цінні папери відображається в зростанні їх курсової вартості на вторинному ринку.

Саме вторинний ринок займає важливе місце з точки зору ціноутворення, адже, саме на цьому ринку відбувається торгівля цінними паперами, які були раніше випущені в обіг. Однією з основних функцій такого ринку є встановлення курсу цінних паперів, тобто визначення такої ринкової ціни, яка відображає всю наявну інформацію про конкретні цінні папери. Чим швидше встановлюється така ціна, тим ефективніше відбувається розміщення капіталу на фондовому ринку [18].

Отже, справедливість ціноутворення є важливою умовою ефективності виконання ринком акціонерного капіталу його перерозподільної функції. Питання встановлення справедливої ціни нерозривно пов'язане з проблемою розкриття інформації торгівельними системами та фрагментарністю фондових ринків. Слід зазначити, що фрагментарність визначається, як стан ринку, який характеризується великою кількістю фондових бірж та позабіржових організаторів торгівлі [17]. При цьому існує декілька центрів для торгівлі одним і тим самим цінним папером, а відтак і можливість існування декількох цін на цінний папір одного емітента. Така ситуація ускладнює процес визначення справедливої ринкової оцінки вартості підприємства [24].

О. Сніжко відзначає, що фрагментація торгівлі акціями на внутрішню та іноземну веде до перенесення основного центру ціноутворення за кордон. Це визначає цінову неефективність фондових ринків трансформаційних економік. Хоча при торгівлі акціями на фрагментованих ринках основні принципи ціноутворення зберігаються, роль невизначеності зростає, оскільки якість інформації, що

враховується при оцінці акцій на внутрішніх та закордонних ринках, різна. Унаслідок дії означених чинників низька ліквідність є постійною характеристикою ринків трансформаційних економік [25, с. 11].

Фундамент фондового ринку загалом та ринку акціонерного капіталу зокрема створює депозитарна та розрахунково-клірингова діяльність, яка є одним із провідних видів професійної діяльності на фондовому ринку. Механізми процедури обліку, клірингу та розрахунків визначають дієвість та ефективність фондового ринку і допомагають забезпечити цілісність ринку, знизити рівень ризику при виконанні угод щодо цінних паперів. Визнано, що ефективною є єдина система депозитарного обліку та відповідно наявність в країні одного депозитарію. Паралельне ж існування декількох систем обліку призводить до збільшення витрат професійних учасників ринку та власників цінних паперів, збільшення рівня ризиків у функціонуванні системи [19].

Підсумовучи викладений вище матеріал, зазначимо, що ефективний ринок акціонерного капіталу повинен забезпечувати виконання покладених на нього функцій, будучи при цьому прозорим, відкритим, заснованим на принципах вільної конкуренції, а також обов'язково регульованим та централізованим.

1.2. Особливості формування та структура ринку акціонерного капіталу в перехідних економіках

В кінці 80-их – на початку 90-их рр. ХХ ст. в країнах ЦСЄ почалися перші ринкові перетворення. Одним з головних напрямків реформування економік постсоціалістичних країн стала приватизація державного майна. Формальне передання державної власності у приватні руки на початку реформ, на думку Д. Норта, було найважливішим завданням для країн Східної Європи. Це пояснювалось тим, що право власності є однією з головних інституцій, яка мінімізує невизначеність економічної діяльності агентів і зменшує негативний вплив трансакцій на третіх осіб [26].

З розвитком приватизаційних процесів в країнах ЦСЄ поступово формується акціонерний капітал та, відповідно, ринки акціонерного капіталу.

В країнах ЦСЄ право випускати цінні папери підприємства отримують на початку 90-х років ХХ ст. Так, наприклад, в Угорщині роботи з відтворення ринку цінних паперів починаються з 1987 року, а в 1990 р. приймається Акт про цінні папери та відбудовується Будапештська фондова біржа. В Польщі на початку 1991 року була знову відкрита Варшавська фондова біржа, в 1992 році в Словаччині та Чехії починають працювати Братиславська та Празька фондові біржі [27, с. 113].

Специфіка положення ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в період переходу до ринкової економіки полягає в тому, що він практично зовсім не мав вихідних даних для розвитку [9, с. 35]. Фондовий ринок, зокрема, ринок акціонерного капіталу, існував в усіх країнах ЦСЄ до запровадження комуністичного режиму, в більшості випадків ще в ХІХ столітті. Після закриття цих ринків попереднім режимом, вони були відновлені в перші ж роки трансформаційних змін, переважно з допомогою західних фондових бірж. Так, зокрема, Варшавська фондова біржа отримала технічну та організаційну допомогу від Французької біржі [28, с. 385].

Саме це й відрізняє фондовий ринок та ринок акціонерного капіталу від інших сегментів народного господарства, таких, як промислове виробництво, торгівля, банківська та страхова справа, які й раніше функціонували, хоча й на трохи інших принципах організації. А ось ринок акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ створювався, можна сказати, заново [9, с. 35].

Особливості приватизації в цих країнах та формування фондового ринку як засобу концентрації капіталу стали причиною того, що більшість великих підприємств країн ЦСЄ організовані, як і у розвинутих країнах, у формі акціонерних товариств [29, с. 7-8].

Проте, на відміну від розвинутих країн, в більшості країн ЦСЄ в умовах ринкової трансформації формування фондового ринку не було безпосередньо пов'язане з інвестиційними потребами реального сектора. Поштовхом до формування фондового ринку в цих країнах стала широкомасштабна приватизація. За словами С. Архієреєва: «інституціоналізація ринку мала переважно екзогенний характер і відбувалася доволі автономно від процесів, що протікали в реальному

секторі. Більш того, спроби знайти так званого ефективного власника за допомогою приватизації можна розглядати як спосіб екзогенного впливу на стан реального сектора. При цьому передбачалося, що розвиток фондового ринку має виступити рушійною силою підвищення ефективності реального сектора» [30, с. 47-48].

В основі різних поглядів на роль та місце фондового ринку в економіці країн ЦСЄ з наукової точки зору лежить прихильність тих чи інших вчених до одного з двох традиційних підходів щодо шляхів перетворення країн ЦСЄ в країни з розвиненою ринковою економікою: монетаристського та неокейнсіанського (доповненого інституціоналізмом). При цьому дискусія стосується швидкості лібералізації економіки та приватизації, доцільності стимулювання сукупного попиту з допомогою заходів монетарної та бюджетної політики, формування необхідних ринкових інститутів, одним з основних серед яких є фондовий ринок.

Прихильники монетаризму в трансформації країн ЦСЄ в країни з ринковою економікою є прибічниками так званого „Вашингтонського консенсусу”. Проте принципи цього Консенсусу не могли знайти ефективного застосування в країнах ЦСЄ, оскільки були призначені для країн, що розвиваються, і вже мають ринкову економіку. Як показав досвід, їх механічне перенесення на рішення проблем трансформації, виходячи з того, що для початку стійкого росту економіки необхідно вирішити лише питання фінансової стабілізації, лібералізації та приватизації, не дало бажаних результатів. На думку Н. Козлова, монетаризм передбачає ряд постулатів, які навряд чи можуть сприяти успішній постсоціалістичній трансформації та становленню фондового ринку в ЦСЄ таких, як здатність ринкової системи автоматично приводити себе в рівновагу, безглуздість державного регулювання ринкової економіки, покладання надій на дієвість монетарної політики як головного засобу забезпечення стабільності [31, с. 42-54].

Якщо ж розглядати неокейнсіанський підхід, то головним його плюсом, який повинен враховуватись в процесі трансформації і формування ефективного фондового ринку в країнах ЦСЄ, є ідея, що державне регулювання економіки може принести велику користь. Практика свідчить про те, що низка економічних, фінансових та інших проблем трансформації в принципі не може бути вирішена з

допомогою тільки ринкового механізму. Перед державою на першому плані стоять три взаємопов'язані проблеми: забезпечення прав власності, підвищення ступеня монетизації економіки, а також створення ефективної банківської системи. На відміну від монетаризму головна ідея кейнсіанства полягає в тому, щоб використати різноманітні способи державного регулювання для стимулювання сукупного попиту з допомогою засобів бюджетної та монетарної політики [32, с. 42-54].

Специфіка трансформації в країнах ЦСЄ полягає в тому, що орієнтація економічної політики лише на ідеї монетаризму чи неокейнсіанства не може забезпечити її ефективність. Тому завданням держави є вдале поєднання цих підходів, доповнених також підходом інституційним, вироблення на їх основі індивідуальної для кожної країни стратегії та впровадження її у життя з метою забезпечення ефективного функціонування економіки в цілому.

Необхідно зазначити, що в дисертаційній роботі, виходячи зі сформульованої теми, наголос зроблено на дослідженні саме інституційного середовища та інституційних реформ в процесі формування акціонерного капіталу. Під ефективністю інституційного середовища ринку акціонерного капіталу будемо розуміти насамперед ефективність функціонування інститутів ринку, особливо інститутів його регулювання. В роботі розглянемо різні фактори та умови становлення фондового ринку та відповідно ринку акціонерного капіталу. При цьому наголос робиться на роль державного регулювання в формуванні ємних та прозорих як фондових ринків загалом, так і ринків акціонерного капіталу зокрема, які повинні відповідати сучасним міжнародним стандартам. Відзначається необхідність розвитку ефективного корпоративного управління як одного з найважливіших факторів формування ефективного ринку акціонерного капіталу.

Проблеми створення та функціонування фондового ринку та ринку акціонерного капіталу в країнах з перехідною економікою лежать у полі зору багатьох економістів. Дослідження етапів створення, проблеми організації, а також основних чинників розвитку цих ринків представлені в працях Я. Міркіна [27], В. Кещяна [9], Н. Козлова [31], Б. Рубцова [7, 32], О. Сніжко [25, 33], І. Шевченко [29], М. Лизун [10], О. Шастітко [34], О. Тарасенка [35], С. Архієреєва та Я. Зінченка

[30], П. Мордейка [28], Ф. Гарсія та Л. Ліу [11], К. Ярті [36], Р. Ла Порти, Ф. Лопеса-де-Сіланеса, А. Шляйфера та Р. Вішні [37], а також Р. Коуза [38, 39], Д. Норта [40, 41], Дж.Стігліца [42, 43], О. Вільямсона [44], Г. Демсетца [45] та інших економістів.

Вивчивши роботи згаданих вище економістів, ми вирішили виокремити основні чинники, які, на нашу думку, були та є визначальними при формуванні ринку акціонерного капіталу будь якої країни та мають безпосередній вплив на формування певної моделі ринку акціонерного капіталу (рис. 1.2).

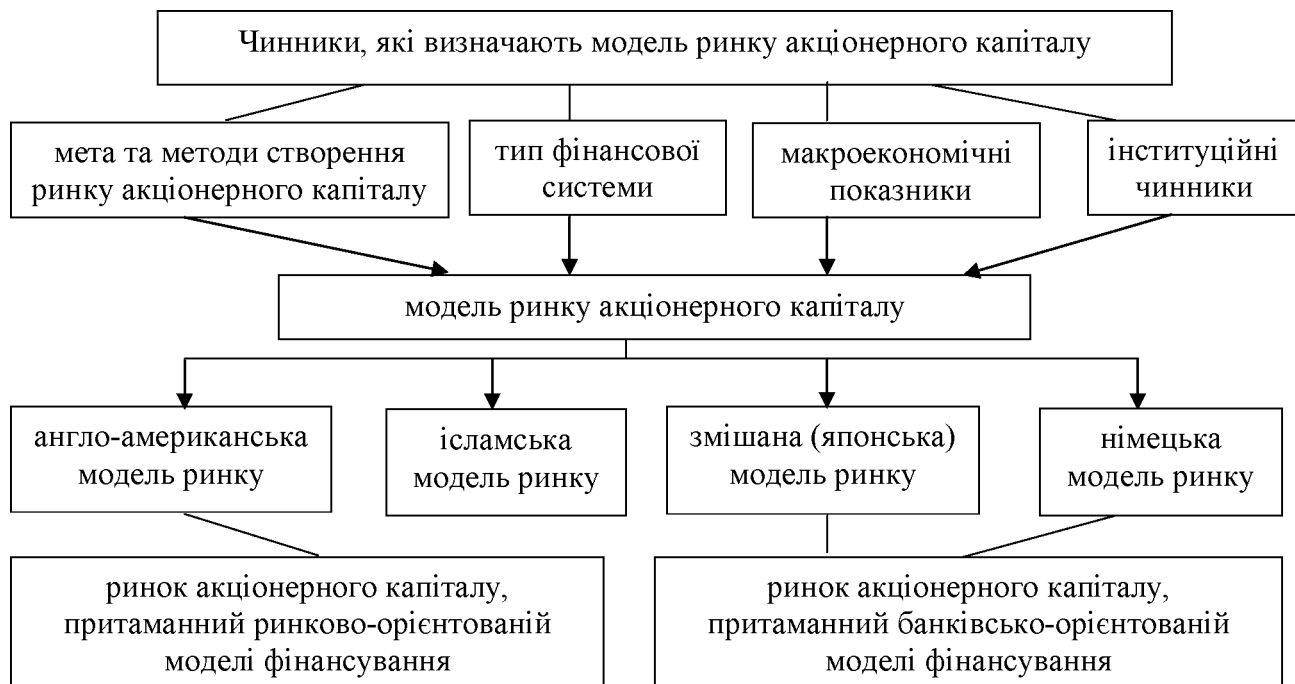


Рис. 1.2. Чинники, які визначають формування певної моделі ринку акціонерного капіталу (сформовано автором)

До основних чинників формування певної моделі ринку акціонерного капіталу належать, на нашу думку, мета та методи створення ринку, орієнтація на певний тип фінансової системи, макроекономічні показники, а також інституційні чинники.

Як вже було зазначено вище, метою створення акціонерних товариств та відповідно ринку акціонерного капіталу в розвинутих країнах Європи було залучення нових капіталовкладень. Тобто, ринок цих країн виник у зв'язку з потребами реального сектору економіки. В той час, як в постсоціалістичних країнах становлення фондових ринків та ринків акціонерного капіталу було нерозривно пов'язане з приватизаційними процесами початку 90-х років ХХ ст. Відповідно саме методи проведення приватизації, на думку багатьох економістів, здійснили

вирішальний вплив на формування структури власності та функціонування ринків акціонерного капіталу досліджуваних країн.

Важливість методів створення ринків акціонерного капіталу підкреслюється і в дослідженнях О. Сніжко. На думку економіста, ідеологія створення фондових ринків, а також захист прав інвестора та структура акціонерної власності є ендогенними системоутворюючими процесами, які детермінують особливості розвитку та функціонування фондових ринків перехідних економік [33, с. 14].

Так, на думку Н. Козлова: «Політика приватизації визначає роль фондового ринку в економіці в перехідний період та в перспективі, його місце у фінансовій системі країни та взаємодію з іншими сегментами фінансового ринку, фондову та організаційну структуру ринку цінних паперів, коло його учасників, капіталізацію, глибину цього ринку, зв'язок з міжнародною фінансовою системою та інші аспекти формування та функціонування фондового ринку як одного з головних ринкових інститутів» [31, с. 161].

Як відомо, приватизація може проводитись такими методами, як: продаж зовнішнім інвесторам, викуп адміністрацією та працівниками, ваучерна та спонтанна приватизація.

Найбільш ефективним методом приватизації є продаж зовнішнім інвесторам (прямий продаж, акціонування) (табл. 1.1). Єдиним його недоліком, по суті, є повільність, проте приватизація проведена таким чином спричиняє урядові прибутки, надходження зовнішніх інвестицій для реструктуризації підприємств, полегшує обмін управлінськими нововведеннями, сприяє покращенню корпоративного управління, розширює доступ до капіталу та робочої сили. В порівнянні з цим методом ваучерна приватизація та викуп не призводять ні до державного, ні до інвестиційного прибутку, не супроводжуються передачею управлінських нововведень, не сприяють покращенню корпоративного управління. Єдиною перевагою цих методів приватизації є швидкі темпи її проведення. Крім того, ваучерна приватизація є єдиним методом, який повинен був би збільшити справедливість у суспільстві шляхом безкоштовного розподілу державної власності серед населення.

Переваги та недоліки методів приватизації великих підприємств

Метод приватизації	Цілі				
	Покращення корпоративного управління	Швидкість здійснення	Розширення доступу до капіталу та робочої сили	Збільшення надходжень в бюджет	Збільшення справедливості
Продаж зовнішнім інвесторам	+	-	+	+	-
Викуп адміністрацією та працівниками	-	+	-	-	-
Ваучерна приватизація	?	+	?	-	+
Спонтанна приватизація	?	?	-	-	-

Джерело: [46, с. 10].

Приватизаційні стратегії в країнах ЦСЄ були різними. Відповідно до методів приватизації, П. Мордейк розподіляє досліджувані країни на дві основні групи: країни, які провели швидку масову приватизацію та країни, в яких приватизація була проведена більш послідовно. На думку економіста швидкість проведення приватизації справила безпосередній вплив на подальший розвиток фондових ринків та формування певної структури власності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ. При цьому більш послідовна приватизація дозволила створити централізований фондовий ринок, в той час як швидкі темпи приватизації сприяли формуванню неофіційного фондового ринку [28, с. 3-4]. Функціонування неофіційного ринку стало на перешкоді ринковому розподілу акцій та ефективному корпоративному управлінню. При цьому в багатьох випадках права менеджменту стали значно ширшими за права акціонерів. Тобто, як відзначає М. Козлов, виникла проблема відсутності ефективного власника та забезпечення його впливу на управління та контроль в компаніях [31, с. 23].

Наступним виокремленим нами чинником, який визначає рівень розвитку ринку акціонерного капіталу є тип фінансової системи. Залежно від того, наскільки вагому роль відіграють фондові ринки та банки у примноженні заощаджень населення, фінансові системи країн світу прийнято поділяти на ринково-орієнтовані

та банківсько-орієнтовані (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Характерні особливості ринків акціонерного капіталу країн світу залежно від моделі фінансування господарства

№	Характерні особливості	Ринково-орієнтована модель	Банківсько-орієнтована модель
1.	рівень розвитку ринку акціонерного капіталу	високий	порівняно низький
2.	частка акцій, які потрапляють на ринок	70 – 80 %	20 – 30 %
3.	частка акцій, яка зосереджена в постійних інвесторів	20 – 30 %	70 – 80 %
4.	роль фондової біржі як ринку контролю	виражена	незначна
5.	модель фондового ринку (частка банків у статутних фондах промислових підприємств)	небанківська (низька)	банківська (висока)
6.	заощадження населення вкладаються в цінні папери	так	ні, переважно потрапляють у банки
7.	вторинний ринок цінних паперів	розвинутий	недостатньо розвинутий
8.	концентрація власності	низька	висока
9.	якість корпоративного управління	висока	порівняно низька (залежно від країни)
10.	частка акціонерного капіталу (співвідношення облігацій та акцій на ринку)	висока (4:3)	низька (10:1)
11.	частка банківського кредиту у фінансуванні господарства	невелика (25-30 %)	значна (50-60%)
12.	рівень розвитку інституційних інвесторів	високий	порівняно низький (залежно від країни)

Джерело: сформовано автором на основі [47, с. 211-215] та [48].

Ринково-орієнтована модель відзначається: роздрібними акціонерними капіталами («shareholder capitalism»), тобто великою кількістю дрібних акціонерів, їхньою захищеністю; пануванням ринків акцій над ринками довгострокових зобов'язань; високим рівнем якості корпоративного управління; високим рівнем розвитку фондових ринків та, відповідно, високою капіталізацією ринку акцій [47, с. 211-215]. В такій моделі іммобільними є лише 20 – 30 % акцій, при цьому 70 – 80 %

акцій знаходяться у постійному русі, тобто проходять процес купівлі/продажу на фондовому ринку [48]. Ринково-орієнтована модель фінансування господарства притаманна таким країнам, як США, Великобританія, Австралія, Канада, Мексика, Туреччина, Гонконг, Малайзія та Сінгапур.

Для банківсько-орієнтованої моделі фінансування господарства характерними є: досить висока концентрація власності, присутній так званий «stakeholder capitalism» (капіталізм власників великих пакетів акцій); борговий ринок, в структурі якого боргові цінні папери та внутрішній кредит переважають над ринком акцій; значно нижчий рівень рухливості акцій і, як наслідок, нижчий рівень розвитку фондового ринку, ніж в країнах англо-американської моделі (табл. 1.2). До цієї моделі фінансування господарства Я. Міркін відносить такі країни, як Японію, Німеччину, Францію, Австрію, Бельгію та інші країни континентальної Європи, а також країни з перехідною економікою [47, с. 215].

З чинником типу фінансової системи тісно пов'язана наступна виокремлена нами група факторів під назвою «макроекономічні показники». Дослідженню впливу макроекономічних показників на розвиток фондових ринків та відповідно ринків акціонерного капіталу присвячені роботи таких вітчизняних та зарубіжних економістів як Я. Міркін [47], Ф. Гарсія та Л. Ліу [11], К. Ярті [36], Р. Атьє та Б. Явановіч [12], Р. Левін та С. Зервос [13], А. Сінгх [49], Дж. Бойд та Б. Сміт [50], А. Деміргук-Кант [51], В. Бенчівенга та Р.Старр [52], В. Ерунза [53], А. Кьеребоа-Колемана та К. Аг'іре-Тетті [54].

Найбільшу цікавість для економістів становлять дослідження взаємозв'язку розвитку банківського сектору та фондового ринку, а також причинно-наслідкового зв'язку між економічним зростанням та функціонуванням фондових ринків країн світу. Досить поширеним є також аналіз впливу на фондовий ринок таких показників, як рівень заощаджень населення, інвестиції, інфляція та реальні процентні ставки.

Оскільки в таблиці 1.2 ми показали, що при банківсько-орієнтованій фінансовій системі рівень розвитку ринку акціонерного капіталу, так само як і фондового ринку, є порівняно низьким, частка акціонерного капіталу є низькою, а

частка банківського кредиту у фінансуванні господарства є порівняно високою, вважаємо за необхідне розпочати розгляд впливу макроекономічних показників саме з рівня розвитку банківського сектору.

Насправді в дослідженнях щодо ролі банківського сектору у розвитку фондового ринку присутні різні точки зору. Оскільки, як фондовий ринок, так і банківський сектор сприяє перетворенню заощаджень в інвестиції, вони можуть, як доповнювати один одного, так і замінити. З точки зору «попиту на грошові кошти» в теоремі Модільяні-Міллера йдеться про те, що в умовах досконалого ринку з симетричною інформацією, ринкова вартість всіх цінних паперів, випущених фірмою не залежить від джерел фінансування фірми і відповідно, фірми можуть залучати капітал, як через фондовий ринок, так і через банківський сектор. Проте, в реальному світі переважає асиметричність та недосконалість інформації. Деякі країни спотворюють вибір джерел фінансування за допомогою податків, субсидій та певних правил. Таким чином, боргове чи пайове фінансування не має значення.

З точки зору «пропозиції грошових коштів», в короткостроковому періоді взаємозв'язок між фондовим ринком та банківським сектором може бути негативним через наявність арбітражу між процентними ставками та дохідністю на фондовому ринку, проте, в середньо- та довгостроковому періоді інвестори, скоріше за все, захочуть диверсифікувати свої фінансові активи і розподілять їх між банківським сектором та фондовим ринком. Питання щодо доповнення чи заміни банківського сектору та фондового ринку залежить від стимулів боргового чи акціонерного фінансування, притаманних кожній окремій країні [11, с. 40].

Питання «доповнення чи заміни» банківського сектору та фондового ринку досліджувалося багатьма економістами. Так, наприклад, Дж. Бойд та Б. Сміт вважають, що фондові ринки та банківський сектор можуть доповнювати, а не замінити, один одного в якості джерел фінансування [50]. А. Деміргук-Кант та Р. Левін показали, що країни з добре розвинутими фінансовими посередниками, як правило, мають добре розвинуті фондові ринки. Відповідно, вони зробили висновок, що фондові ринки та банківський сектор доповнюють один одного та демонструють одночасне зростання [51].

Роль банківського сектору в розвитку фондового ринку висвітлена також, зокрема, в роботах К. Ярті. На думку економіста, добре розвинутий банківський сектор є важливим елементом розвитку фондового ринку країн, що розвиваються. На початкових етапах свого становлення фондовий ринок є доповнення, а не заміною банківського сектору. Відповідно, розвиток банківського сектору може сприяти розвитку фондового ринку. Проте, коли фондові ринки стають досить розвинутими вони, як правило, починають конкурувати з банківським сектором. Для того, щоб зрозуміти природу взаємозв'язків між розвитком банківського сектору та розвитком фондового ринку, К. Ярті поряд із показником кредитів наданих банківською системою приватному сектору у відсотках від ВВП включив в аналіз квадрат цього показника. Відповідно, за результатами регресійного аналізу коефіцієнт біля квадрату кредитів наданих банківською системою вийшов зі знаком мінус. З огляду на це К. Ярті дійшов до висновку, що значний рівень розвитку банківського сектору може призвести до взаємозамінності між банківським кредитом та випуском акцій [36].

Наступним досить актуальним та досліджуваним питанням є взаємозв'язок розвитку фінансового сектору загалом та фондового ринку, зокрема, з економічним зростанням. Економісти по різному підходять до пояснення цієї проблеми. Так, зокрема, Р. МакКінон, Е. Шоу, Р. Кінг та Р. Левін [55] у своїх дослідженнях прийшли до висновку, що навмисне створення фінансових установ та ринків збільшує пропозицію фінансових послуг. Фінансовий сектор збільшує заощадження і скеровує їх в більш продуктивні інвестиції. Відповідно фінансовий розвиток може стимулювати економічне зростання. Існує й інша точка зору. Зокрема, Дж. Гарлі та Е. Шоу, а також Р. Голдсміт показали, що, навпаки, економічне зростання стимулює фінансовий розвиток. Постійне розширення економіки, на їх думку, потребує додаткових фінансових послуг та нових інструментів. Відповідно до третьої точки зору, якої, за словами Ф. Гарсія та Л. Ліу, дотримується на даний час все більша кількість сучасних економістів, фінансовий розвиток та економічне зростання впливають одне на одне [11, с. 35].

Так само існують і різні погляди на причинно-наслідковий зв'язок між економічним зростанням та розвитком фондового ринку. Так, зокрема, Р. Атьє та Б. Явановіч протестували гіпотезу, що фондовий ринок має позитивний вплив на зростання продуктивності. Економісти підтвердили наявність кореляції між економічним зростанням та об'ємом торгів на фондовому ринку у відсотках від ВВП на основі даних по 40 країнам за період з 1980 по 1988 рік [12]. Подібним чином Р. Левін та С. Зервос, а також А. Сінгх показали, що розвиток фондового ринку позитивно пов'язаний з економічним зростанням. Використовуючи дані 47 країн за 1976-1993 роки Р. Левін та С. Зервос прийшли до висновку, що, по-перше, ліквідність фондового ринку позитивно корелює з поточним та майбутнім рівнем економічного зростання, навіть враховуючи наявність в моделі інших політичних та економічних факторів. По-друге, ліквідність фондового ринку та розвиток банківської системи досить значимо передбачають майбутні темпи зростання. Відповідно, економісти роблять висновок, що фондові ринки надають важливі фінансові послуги, проте ці послуги відмінні від банківських [13].

З показником економічного зростання тісно пов'язаний також показник рівня доходів. Для характеристики рівня доходу, як правило, обирається показник ВВП на душу населення. Відповідно до дослідження Ф. Гарсія та Л. Ліу реальний дохід сильно корелює з розміром фондового ринку. Ріст обсягів операцій за посередництва фондового ринку спричиняє зростання реальних доходів населення. І навпаки, значне зростання доходів спричиняє розвиток фондового ринку. На думку економістів, з ростом доходу його циклічний компонент повинен вплинути на зростання об'єму та індексів фондового ринку [11, с. 39].

Інституційний підхід Р. Ла Порти, Ф. Лопеса-де-Сіланеса, А. Шляйфера та Р. Вішні проливає деяке світло у поясненні позитивного впливу ефекту доходу на розмір фондового ринку. Результати проведеного економістами регресійного аналізу показують, що дохід на душу населення є найважливішою змінною в поясненні забезпечення дотримання законних прав та якості стандартів бухгалтерського обліку, які є важливими чинниками розвитку фондових ринків [37].

Інвестиції та заощадження також є важливими макроекономічними факторами розвитку фондового ринку, адже останній виступає посередником в перетворенні заощаджень в інвестиційні проекти. Як правило, чим більшими є заощадження, тим більшими є обсяги потоків капіталу через фондові ринки [37, с. 16]. Роль інвестицій, заощаджень та інших макроекономічних показників у розвитку фондових ринків досліджена в роботах Ф. Гарсія та Л. Ліу [11], К. Ярті [36] та В. Ерунзи [53].

Так, зокрема, Ф. Гарсія та Л. Ліу досліджуючи вплив макроекономічних факторів на розвиток фондового ринку прийшли до висновку, що такі показники, як рівень доходу, розвиток фінансових посередників, ліквідність фондового ринку, заощадження та інвестиції мають велике значення для зростання фондового ринку. Всі перераховані показники мають позитивний вплив на капіталізацію фондового ринку. Розвиток фінансових посередників доповнює, а не замінює розвиток фондових ринків. Таких висновків економісти дійшли, дослідивши панельні дані по 15 країнам, серед яких, зокрема, були США, Японія, а також індустріальні країни Латинської Америки та Східної Азії, за 1980-1995 роки [11].

Подібних висновків дійшов у своєму дослідженні К. Ярті. Проте, поряд з макроекономічними показниками економіст взяв до уваги ще показники інституційного середовища, які розглядатимуться нами наступному параграфі. Поки що сконцентруємо свою увагу лише на макроекономічних чинниках розвитку фондового ринку. Отже, за результатами дослідження К. Ярті робить висновок, що такі макроекономічні показники, як рівень доходу, розвиток банківського сектору, потоки приватного капіталу, ліквідність фондового ринку та валові внутрішні інвестиції є важливими чинниками розвитку фондового ринку в країнах, що розвиваються. Дане дослідження проводилося на основі панельних даних 42 країн, що розвиваються за період з 1990 по 2004 рік. Поряд із зазначеними показниками в дослідженні також використовувались такі макроекономічні показники, як інфляція, реальна процентна ставка, прямі іноземні інвестиції та лагове значення залежної змінної, тобто капіталізації фондового ринку [36].

Потоки приватного капіталу також розглядаються як один з важливих макроекономічних чинників розвитку фондових ринків. Цей показник представляє

собою потік прямих та портфельних інвестицій, обрахованих у відсотках від ВВП. Так, зокрема, В. Ерунза стверджував, що довгостроковий вплив притоку іноземного капіталу на розвиток фондового ринку є значно ширшим, ніж вигоди від початкових потоків та збільшення участі інвестора у проекті. Потоки приватного капіталу є надзвичайно важливі для розвитку фондового ринку, оскільки іноземні інвестиції асоціюються з інституційними та правовими реформами, з адекватним рівнем розкриття інформації та відповідними умовами лістингу, а також зі справедливою практикою торгівлі. Зростання інформаційної та операційної ефективності, як правило, повинно викликати більшу довіру інвесторів до національного фондового ринку, що, відповідно, призводить до більших потоків капіталу [53].

Наступним досліджуваним економістами фактором впливу на функціонування фондового ринку є його ліквідність. Це надзвичайно важливий показник для інвесторів, оскільки він вимірює швидкість, з якою активи, представлені в цінних паперах, можуть бути перетворені на гроші. Чим вища швидкість, тим вища ліквідність, тим більш привабливим є фондовий ринок для інвесторів. Ліквідність фондового ринку, як було зазначено вище, може бути обрахована декількома різними способами, серед яких найбільш інформативним, на думку Р. Левіна та С. Зервоса, є показник об'єму торгів у відсотках від ВВП [13].

Для того, щоб дослідити вплив макроекономічної стабільності на розвиток фондового ринку, використовують, як правило, показники рівня інфляції та реальної процентної ставки. Так, зокрема, Дж. МакКарті припустив наявність оберненої залежності між дохідністю акцій та інфляцією [56]. А ось, за результатами дослідження, проведеного К. Ярті, інфляція має позитивний, проте статистично не значимий вплив на розвиток фондового ринку [36, с. 20]. На думку А. Кьеребоа-Колемана та К. Аг'їре-Тетті, інфляція впливає на рішення щодо заощаджень та інвестицій через декілька каналів. Якщо ми говоримо про заощадження, то інфляція негативно впливає на заощадження, оскільки вона знижує реальні процентні ставки, які мають позитивний вплив на заощадження. Знову ж таки, інфляція впливає на переорієнтацію інвестиційних портфелів в сторону короткотермінового інструменту в результаті відсутності можливості зі сторони інвестора прогнозувати майбутнє. В

досить нестабільному інфляційному середовищі люди надають перевагу короткостроковим інвестиціям над довгостроковими [54].

Перелік перерахованих та описаних макроекономічних факторів звичайно можна продовжити. Проте, на нашу думку, ми зупинилися на основних з них, які найчастіше використовуються при дослідженні фондових ринків та відповідно мають безпосередній вплив на ринки акціонерного капіталу.

Наступною групою чинників формування певної моделі ринку акціонерного капіталу, виокремленою нами на рис. 1.2, є так звані «інституційні чинники», дослідженню яких присвячені праці таких економістів, як А. Деміргук-Кант та Р. Левін [51], Р. Ла Порта, Флоренціо Лопес-де-Сіланес, А. Шляйфер та Р. Вішні [37], К. Ярті [36], А. Гані та Х. Нгассам [57], А. Адаров та Р. Чайдзе [58], Я. Міркін [47], С. Архіреєв та Я. Зінченко [59]. Перелік цих чинників є досить довгим і детально про них йтиметься в подальших параграфах дисертаційної роботи.

Відповідно, зараз, з метою окреслення чотирьох основних моделей ринку акціонерного капіталу, ми вважаємо за доцільне зупинитися лише на такому інституційному чиннику, як традиції та менталітет населення. Важливість цього чинника не можна недооцінювати, оскільки саме він визначає особливості поведінки індивідуума в певній ситуації та безпосередньо впливає на прийняття рішення. Так, зокрема, як вже було зазначено вище, Я. Міркін прийшов до висновку, що «неспівставність ринків не можна пояснити нічим іншим, як відмінностями в економічній поведінці населення, які засновані на національному характері, релігії, традиціях» [47, с. 196].

Саме на основі традицій населення Я. Міркін виокремлює такі чотири основні моделі фондових ринків, а відтак і ринків акціонерного капіталу, як англо-американська, німецька, японська та ісламська модель (табл. 1.3). Приналежність країни до певної моделі фондового ринку, на думку економіста, прямо визначається: (1) ступенем ризику, який приймає населення; (2) рівнем активності та інновацій; (3) прагненням до індивідуальної економічної свободи; (4) схильністю населення до матеріальних благ та заощаджень; (5) ступенем підконтрольності та захищеності зі сторони держави та корпорацій, рівнем соціальної опіки, який очікує населення; (6)

рамками, які встановлюються релігійним та соціокультурним факторами і впливають на затрати та вибір фінансових інструментів. Чим вищі показники перших чотирьох пунктів та чим нижчі вони в двох останніх, тим більш розвинутим буде фондовий ринок [47, с. 198-200].

Таблиця 1.3

Традиції населення та моделі фондових ринків

	Традиції населення	Англо-американська	Німецька	Японська (змішана)	Ісламська
1.	схильність до ризику	висока	невисока	низька	низька
2.	економічний індивідуалізм	чітко виражений	нечітко виражений	колективізм	відсутній
3.	підконтрольність державі та великим компаніям	низька	висока	висока	підконтрольність корану
4.	трудова мобільність	висока	невисока	обмежена	низька
5.	схильність до заощаджень	дещо нижча	висока	висока	висока
6.	інтереси акціонерів вищі за інтереси персоналу компанії	так	ні, навпаки	ні, навпаки	принцип справедливості
7.	орієнтація менеджменту компанії на ріст курсової вартості акцій, на виплату дивідендів	так	менша, ніж в англо-американській моделі	ні, оплата праці, ігноруючи виплату дивідендів	дотримання принципу справедливості
8.	релігійний чинник	«протестанський» капіталізм, фінансове мислення, орієнтоване на прибуток	католицизм, фінансовий консерватизм, як в Японії	заохочення буддизмом діяльності, що приносить прибуток	заборона ісламу на утримання процента

Джерело: сформовано автором на основі джерела [47, с. 196-210].

Серед традицій, притаманних англо-американській моделі фондового ринку,

варто виокремити превалювання інтересів акціонерів над інтересами персоналу компанії, а також орієнтацією менеджменту компанії на ріст курсової вартості акцій, на виплату дивідендів. В цьому випадку можемо говорити про високий рівень корпоративного управління, тобто значний захист прав інвесторів (табл. 1.3). Крім цього, населення володіє високою схильністю до ризику, чітко вираженим економічним індивідуалізмом, а також фінансовим мисленням, орієнтованим на отримання прибутку. Ці фактори сприяють успішному розвитку та функціонуванню ринку акціонерного капіталу (табл.1.3). Англо-американська модель фондових ринків притаманна таким країнам, як США, Великобританія, Австралія, Канада, Мексика, Туреччина, Гонконг, Малайзія та Сінгапур.

Японська модель відрізняється від попередніх двох низькою схильністю населення до ризику, інтереси персоналу компанії в цій моделі є вищі за інтереси акціонерів, акцент робиться на оплаті праці, ігноруючи виплату дивідендів. Цю модель ще називають змішаною, оскільки їй притаманна сукупність ознак перших двох моделей. До країн, у яких сформувалась японська модель, відносять Ірландію, Голландію, Японію, Швейцарію, Данію та Швецію, а також Нову Зеландію, Таїланд, Корею та Філіппіни. Рівень розвитку корпоративного управління та ринку акціонерного капіталу є нижчим від країн англо-американської моделі.

Ісламська модель фондового ринку кардинально відрізняється від трьох попередніх. Відповідно до цієї моделі поведінка учасників фінансового ринку повинна чітко відповідати вимогам корану. Фінансовий ринок цих країн заснований на дотриманні інвесторами заборони ісламу на утримання процента. Відповідно на фондовому ринку відсутні облігації. Населенню притаманна низька схильність до ризику, в економічній діяльності важливе значення має дотримання принципу справедливості. Ісламська модель фондового ринку притаманна Пакистану, Йорданії, Кувейту, Бахреїну, Індонезії, Ірану [47, с. 202-203].

Проаналізувавши характеристики, подані в таблицях 1.2 та 1.3, стає зрозумілим, чому в англосаксонських країнах фондовий ринок та ринок акціонерного капіталу розвинуті краще ніж в інших країнах світу, а також чому

сформувалися дві протилежні моделі корпоративного управління (англо-американська та японо-німецька відповідно) (див. пункти 6 та 7 таблиці 1.3).

Підсумовуючи слід підкреслити, що англо-американська модель фондового ринку, притаманна ринково-орієнтованій фінансовій системі (рис. 1.2), демонструє високий рівень захищеності прав власності та розвинуту інституційну інфраструктуру. Відповідно, на думку низки економістів, для постсоціалістичних країн ЦСЄ характерною є банківсько-орієнтована фінансова система та подібна до німецької модель фондових ринків, де захист прав власності та інституційна інфраструктура знаходяться на значно нижчому, порівняно з Німеччиною, рівні. Ринок акціонерного капіталу в цих країнах є досить малим та у деяких з них, на думку С. Архіреєва, «виконує лише функцію розподілу і перерозподілу власності на економічні активи акціонерних товариств, не забезпечуючи умов для мобілізації та руху капіталів внаслідок незавершеності процесу інституціоналізації та незрілості ринку» [59, с. 45].

Виходячи з таблиці 1.2 та 1.3 до структурних особливостей ринку акціонерного капіталу в постсоціалістичних країнах ЦСЄ можемо віднести те, що:

- 1) основним акціонерами на ринку є банки;
- 2) рівень розвитку інституційних інвесторів є порівняно низьким;
- 3) населення не поспішає вкладати свої заощадження в цінні папери (як через відсутність вільних коштів, так і через недовіру до ринку).

На даний час більшість країн ЦСЄ належать до розвинутих країн світу, з високим або вищим за середній доходом на душу населення (додаток И, табл. И.1.1). що, в свою чергу, на думку А. Адарова та Р. Чайдзі, передбачає зрілість в прийнятті рішень, як на державному, так і на приватному рівні. Попри значні зусилля, фінансові системи, зокрема, фондові ринки цих країн розвинуті слабо, що може бути зумовлено слабким управлінням та іншими інституційними перешкодами [58].

Відповідно до проведеного нами дослідження за період з 1994 по 2003 рік, макроекономічні фактори не були визначальними чинниками функціонування фондових ринків в країнах ЦСЄ. Сформований набір макроекономічних показників, до яких увійшли темпи зростання ВВП, інфляція, динаміка валютного курсу, прямі

іноземні інвестиції, заощадження, індекс промислового виробництва та монетизація економіки, пояснив лише 27% зміни капіталізації фондового ринку [60]. Відповідно, можемо зробити висновок, що поведінка та рівень розвитку фондового ринку, а відтак і ринку акціонерного капіталу країн ЦСЄ пояснюється іншими, неекономічними чинниками. На нашу думку, це чинники інституційного характеру.

Саме дослідженню ефективності створеного інституційного середовища як на рівні окремих акціонерних товариств, так і на фондовому ринку загалом буде присвячено другий та третій розділи дисертаційної роботи, адже, на даний період часу цей чинник відіграє, на нашу думку, надзвичайно важливу роль в ефективності функціонування ринків акціонерного капіталу досліджуваної групи країн.

Відповідно, в наступних параграфах цього розділу сформулюємо в чому полягає суть інституційних реформ та інституційного середовища, згрупуємо параметри їх ефективності, наведемо показники, за допомогою яких можна виміряти ефективність цих реформ, а також окреслимо напрями аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ.

1.3. Сучасні підходи до аналізу та проведення інституційних реформ, показники ефективності

Інституційні реформи є ключовою складовою сучасної інституційної теорії, або ж неінституціоналізму. Започаткований Р.Коузом ще в 30-х роках ХХ ст., цей напрям економічної думки з кінця 90-х років ХХ ст. почав справляти помітний вплив на розвиток економічної теорії у постсоціалістичних країнах у контексті здійснюваних там трансформаційних зрушень.

Серед сучасних науковців дослідженням інституційних реформ займаються такі зарубіжні економісти, як Д. Норт [40, 41], Дж. Стігліц [42], М. Райзер [61], Х. Вольманн та С. Кульманн [62], Б. Блек та А. Тарасова [63], К. Сонін [64], В. Полтеровіч [65], О. Шастітко [34], а також такі українські вчені, як В. Гесць [66], Т. Гайдай [26, 67], А. Ткач [68], Ю. Біленко [69, 70], С. Архіреєв та Я. Зінченко [62], С. Панчишин [71], О. Носова [72] та Р. Пустовійт [73].

Сучасна інституційна теорія кардинально відрізняється від інших напрямків економічної думки. Вона володіє значно ширшим інструментарієм та дає можливість аналізувати перехідні економіки, тим самим розвиваючи та розширюючи погляди неокласиків. Новий інституціоналізм широко застосовується як теоретичний апарат при адмініструванні економічних реформ. Концепція інституціоналізму, на думку О. Носової, дозволяє пояснити проблеми стимулювання економічного розвитку в будь-якій країні, зокрема трансформаційні зміни в країнах з перехідною економікою [72, с. 25-26]. Чим, все ж таки, відрізняється нова інституційна теорія від попередників?

По-перше, слід зазначити, що неокласична економічна теорія пояснює, як функціонує ринок, але не дає відповідь, як його створити. В даному випадку повністю слушною є думка О. Носової: «новий інституціоналізм ... дає можливість зрозуміти та пояснити, як створити ефективний ринок, яким чином провести процес реформування, перейти від одного стану економічної системи до іншого... Якщо неокласична економічна теорія придатна для аналізу лише ринкових економік, в яких ціни встановлюються на основі сил попиту та пропозиції, то новий інституціоналізм дозволяє пояснити функціонування командно-адміністративних та перехідних економік...» [72, с. 25-26], тобто саме цієї групи країн, яка досліджуватиметься в дисертаційній роботі.

По-друге, інституційний напрям економічної науки, поряд з економічними, враховує та аналізує історичні, соціологічні, правові, політичні та поведінкові аспекти суспільних відносин. Об'єктами досліджень інституціоналістів є держава та її інституційна структура, корпорації, профспілки, фінансові інститути, зокрема фондові біржі та банки.

По-третє, в дослідженнях представників цього напрямку поряд із властивими неокласичному аналізу фізичними (рідкісність ресурсів) та технологічними обмеженнями, вводяться нові – обмеженої раціональності та опортуністичної поведінки. З'являється аналіз таких категорій, як інститут, інституційне середовище, інституційні зміни, трансакційні витрати та опортунізм.

Основоположним в інституційній теорії є поняття «інститут», від якого і пішла назва цього напрямку економічної думки. Запровадив це поняття ще Т. Веблен, засновник «старого» інституціоналізму, який трактував інститути як «усталені навички мислення, спільні для більшості людей» [74].

Більш сучасне трактування поняття «інститут» знаходимо в працях Д. Норта, який зазначає, що «інститути – це правила гри в суспільстві або, точніше, придумані людьми обмеження, які спрямовують людську взаємодію в певному напрямку» [39, с. 11 - 12].

Загалом в інституціональній теорії прийнято виокремлювати неформальні та формальні інститути. Неформальні інститути – це певні традиції, усталені звичаї, неписані кодекси поведінки, культурна спадщина та ментальні стереотипи [67, с. 60], які, зокрема, були використані нами при описі моделей ринку акціонерного капіталу, тобто неофіційні, неправові обмеження. Прикладом неформальних економічних інститутів може також виступати господарська етика. Так, зокрема, правила моралі можуть зобов'язувати суб'єктів діяти за встановленими в суспільстві нормами і звичаями, поступати чесно, порядно, відповідати за свої вчинки.

Формальні інститути є результатом надання формальних рамок інституційним нормам суспільства, тобто їх правовим, юридичним закріпленням та відповідним організаційним втіленням [67, с. 60] (наприклад, закони, нормативні акти, постанови, розпорядження).

Відповідно упорядкований набір, сукупність всіх існуючих інститутів, які формують рамки даної системи координації економічної діяльності, створюють моделі економічної поведінки господарюючих суб'єктів, а також визначають та обмежують сукупність варіантів їх вибору та взаємодії, являє собою, на думку Т. Гайдай, інституційну структуру економіки [26, с. 65], або іншими словами інституційне середовище. За О. Вільямсоном «інституційне середовище – це правила гри, які визначають контекст, в якому проводиться економічна діяльність. Базові політичні, соціальні та правові норми створюють основу виробництва, обміну та розподілу» [44, с. 688]. Досить розповсюдженим у літературі є також визначення інституційного середовища, запропоноване Л. Девісом та Д. Нортом, які трактують

його як „сукупність основоположних політичних, соціальних і базових правових норм, що регулюють економічну та політичну діяльність (наприклад, правила, що регулюють вибори, визначають права власності і контрактні права)” [75].

Найважливішою складовою інституційної теорії виступає категорія інституційних змін. Ще Т. Веблен відзначав, що еволюція суспільства супроводжується інституційними змінами. При цьому відбувається відбір і закріплення таких форм поведінки та образів мислення, які в найбільшій мірі сприяють виживанню та процвітанню всього суспільства [76].

Відповідно, на думку Д. Норта: «інституційні зміни – це складний процес, наростання змін може бути результатом зміни правил, неофіційних обмежень, характеру та ефективності дотримання правил» [41, с. 15]. В трансформаційний період ці зміни відбуваються на всіх рівнях економічної, соціальної та політичної системи країни. На думку Т. Гайдай: «інституційні зміни значною мірою визначають зміст та напрями суспільного розвитку» [26, с. 65]. О. Носова вважає, що саме інституційні зміни належать до визначальних чинників економічного зростання [72, с. 28, 32]. А. Ткач визначає інституційні зміни, як безперервний процес трансформації формальних і/або неформальних обмежень та відповідних механізмів контролю над їх дотриманням [68].

На думку Ю. Біленка: «інституційні зміни – складний, різношвидкісний процес зміни старих, обмежуючих економічний розвиток, правил поведінки на нові, які дають нові можливості для зростання добробуту» [69, с. 207].

Поряд з поняттям «інституційних змін» виникає поняття «інституційних реформ», які, за визначенням І. Белоусової, означають реформи суспільних інститутів [77, с. 145]. Відповідно до визначення, поданого в Економічному словнику Всеросійської академії зовнішньої торгівлі: «інституційні реформи – це реформи, які передбачають зміни базових суспільно-економічних інститутів: відносин власності, податкової системи, банківської системи, системи судочинства, адміністративних інститутів і т.п.» [78]. Загалом, слід зазначити, що в економічній літературі використовуються обидва ці поняття, як інституційні зміни, так й інституційні

реформи, проте визначення останнього знайти досить важко. Як правило, вчені, зокрема М. Райзер [61], ототожнюють ці два поняття.

Вітчизняний економіст А. Ткач поряд з поняттям «інституційних змін» використовує також термін інституціоналізації ринкової інфраструктури, що, на нашу думку, також можна ототожнити з процесом проведення інституційних реформ. При цьому економіст виокремлює два періоди інституціоналізації: коротко- та довгостроковий. В короткостроковому періоді, на думку А. Ткача, здійснюється створення певного інституційного середовища, а в довгостроковому досягається «суспільне визнання встановлених правил та закріплення цього визнання в неформальних правилах і традиціях поведінки суб'єктів ринкової економіки» [68]. Забігаючи наперед, зауважимо, що, на думку А. Ткача, в багатьох країнах з перехідною економікою проблеми виникають саме на другому етапі інституціоналізації. В цих країнах тягар минулого (особливо старі неформальні інститути) заважає проведенню другого етапу інституційних реформ, перетворюючи, «нові ринкові структури (акціонерні товариства, ринки акціонерного капіталу, біржі тощо) лише в імітацію структур західних країн» [68].

Поняття «інституціоналізації» економіки використовується також в працях С. Архіреєва та Я. Зінченка. Економісти розрізняють формальну та реальну інституціоналізацію. Завершення інституціоналізації, тобто інституційних реформ, на їх думку, досягається за високого ступеня відповідності формальних і реальних процесів [59, с. 43-44].

Світовий досвід проведення економічних реформ в державах з різним політичним устроєм, ідеологічними концепціями, моральними цінностями показав, що однією із основних складових їх успішного завершення є врахування інституційного фактора при здійсненні відповідних перетворень [79]. На думку Дж. Стігліца: «реформа інститутів є основним етапом будь якої реформи» [43].

Важливість проведення ефективних інституційних реформ та досягнення інституційної рівноваги підкреслюється також в працях Ю. Біленка, який зазначає, що «для сталого економічного розвитку необхідно, щоб макроекономічну рівновагу

було доповнено інституційною рівновагою, критерієм якої виступає виконання державними установами функцій, покладених на них з боку суспільства» [70, с. 39].

Не дивно, що інституційні реформи стали ключовим компонентом політики, рекомендованої для економік країн ЦСЄ з самого початку перехідного періоду [80, с. 2]. Проголошувати проведення інституційних реформ стало модно. Проте, чи впорались країни ЦСЄ з поставленим завданням? Чи змогли дійсно сформувати дієві та ефективні інститути, зокрема, на ринку акціонерного капіталу?

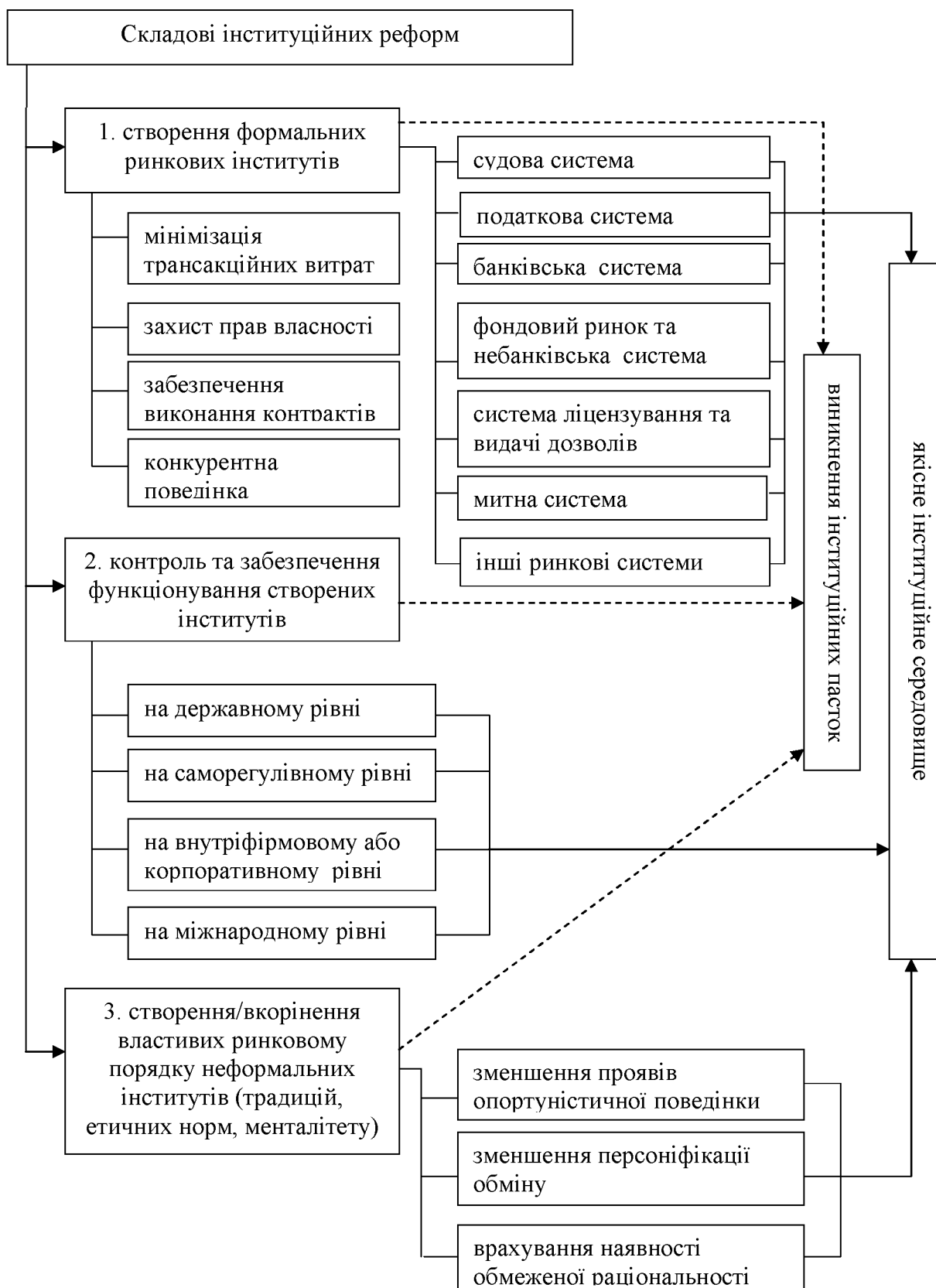
Для того, щоб дати відповідь на ці питання, потрібно визначити основні характеристики ефективності інституційних реформ. На нашу думку, ефективні інституційні реформи в країнах з перехідною економікою, опираючись на понятійно-категоріальний апарат інституційної теорії, передбачають (рис. 1.3):

- по-перше, створення формальних ринкових інститутів;
- по-друге, контроль та забезпечення функціонування створених інститутів з боку держави та окремих суб'єктів економічної діяльності;
- по-третє, створення/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, а також враховувати наявність обмеженої раціональності (рис. 1.3).

При формуванні якісного інституційного середовища надзвичайно важливою є роль держави, а також саморегулювальних організацій, учасників корпоративних відносин та міжнародних організацій. На рис. 1.3 даний аспект представлено у вигляді чотирьох виокремлених нами рівнів, на яких повинно забезпечуватись функціонування та контроль створених інститутів.

Великого значення інституціоналісти також надають створенню та/або вкоріненню властивих ринковому порядку неформальних інститутів.



Примітка. Пунктирні стрілки характеризують ситуацію, коли на якомусь з етапів проведення інституційних реформ допущено помилку.

Рис. 1.3. Складові інституційних реформ в країнах з перехідною економікою (сформовано автором)

На думку Д. Норта, «хоча офіційні правила можуть змінитися за одну ніч унаслідок політичних або юридичних рішень, неофіційні обмеження, пов'язані зі звичаями, традиціями та кодексами поведінки, набагато менше піддаються впливу цілеспрямованої політики» [41, с. 15]. Неформальні інститути змінюються поступово, спираючись на історичний досвід. Це є ключовим питанням для перехідних економік. В таких економіках не можна очікувати ефективної роботи ринкових законів, навіть ретельно скопійованих з законодавства розвинутих країн, якщо вони не спираються на неформальні “правила гри” даного суспільства. Прикладом є східноєвропейські країни, в яких прийняті закони про банкрутство довго та важко адаптувались до місцевих умов [81].

Глибокий аналіз окремих складових інституційних реформ, наведених на рис. 1.3, можна простежити в дослідженнях економістів, які представляють такі сучасні школи інституційного напрямку економічної думки, як: теорія трансакційних витрат, представниками якої є Р. Коуз [38, 39], Д. Норт [40, 41], О. Вільямсон [44], А. Алчіан та Г. Демсец [82]; теорія прав власності, над розробкою якої працювали, зокрема, Р. Коуз [38, 39], А. Алчіан та Г. Демсец [82]; теорія контрактів (або теорія агентів, теорія контрактних агентських відносин), представниками якої є, зокрема, А. Берлі та Г. Мінз [83], А. Алчіан [82], М. Дженсен та В. Меклінг [84], а також теорія суспільного вибору, представлена працями Дж. Б'юкенена та Г. Таллока [85], Д. Мюллера [86], М. Олсона [87] та К. Ерроу [88].

Першим, виокремленим нами, елементом ефективних інституційних реформ є мінімізація трансакційних витрат, тобто особливих витрат обміну. Трансакційні витрати, на думку Р. Коуза, є „витратами збору та обробки інформації, витратами проведення переговорів і прийняття рішень, а також витратами контролю та юридичного захисту виконання контракту” [38]. Слід відзначити, що до появи теореми Коуза економічною теорією передбачалося, що ринок безкоштовний, що агенти ринку нічого в нього не вкладають, що ціновий механізм забезпечує координацію, доведення сигналів до агентів ринку абсолютно безкоштовно або за такими цінами, якими можна зневажати.

На небезкоштовності економічного обміну наголошував також Д. Норт: „небезкоштовність інформації – ключ до розуміння трансакційних витрат, що складаються з витрат на вимірювання цінних атрибутів того, що обмінюється, витрат на захист прав, нагляд за дотриманням угод і забезпечення їх виконання... ” [41, с. 40]. Дещо ширше визначення трансакційних витрат знаходимо в О. Вільямсона: «трансакційні витрати – це *ex ante* витрати, які пов’язані зі складанням проекту договору, веденням переговорів та забезпеченням гарантій угоди, і особливо *ex post* витрати, пов’язані з неефективною адаптацією та коректуванням договору, вони виникають, коли реалізація контракту сходить зі встановленого курсу в результаті прогалин в договорі, помилок, упущень та непередбачених зовнішніх збурень. Це затрати на управління економічною системою» [44, с. 690].

Відповідно до поглядів Р. Коуза організації створюються з метою скорочення трансакційних витрат. Р. Коуз показав, що аллокація ресурсів, передбачена неокласичною парадигмою, можлива лише за відсутності трансакційних витрат; при позитивних трансакційних витратах структури, пов’язані з забезпеченням прав власності, чинять вплив на аллокацію [39]. В такому випадку, на ринку акціонерного капіталу капітал може спрямовуватись не в перспективні галузі промисловості, а в галузі з порівняно меншими темпами приросту доданої вартості, проте більш впливовими власниками.

Слід відзначити, що трансакційні витрати властиві як ринковим та командно-адміністративним економічним системам, так і перехідним економікам. Трансакційні витрати зростають з розвитком суспільства [26, с. 64-65]. Особливий вплив на зростання трансакційних витрат має малодоступність, недостатність, а головне висока вартість інформації [26, с. 64].

Якщо економічна система функціонує ефективно, то трансакційні витрати є досить низькі. На думку Д. Норта, ефективний ринок виникає завдяки функціонуванню інститутів, які забезпечують зниження трансакційних витрат [41, с. 85]. Яскравим прикладом такого інституту на ринку акціонерного капіталу є фондова біржа.

Виміряти трансакційні витрати досить складно. На думку Д. Норта, «якщо угоди мають ринковий характер, то обрахувати трансакційні витрати можливо. Проте ті трансакційні витрати, які пов'язані зі стоянням в чергах, очікуванням, дачею хабарів виміряти неможливо» [89, с. 78]. Наявність таких витрат ускладнює оцінку величини трансакційних витрат. Не зважаючи на це, пошук методів обрахунку трансакційних витрат є надзвичайно важливим для вимірювання ефективності інститутів.

Вперше спробу кількісної оцінки трансакційних витрат на окремому ринку зробив Г. Демсец. Об'єктом аналізу стала Нью-Йоркська фондова біржа. Трансакційні витрати економіст визначив як витрати використання біржі для проведення швидкого обміну акцій на гроші. Дослідження було проведено на випадковій вибірці, яка складалась з 200 видів акцій компаній. Спостереження здійснювалось протягом двох днів, перерва між якими складала один місяць. Трансакційні витрати Г. Демсетц обраховував на основі спреда, абстрагуючись від таких витрат, як податки та комісійні брокерам. На його думку, ці витрати не є трансакційними, оскільки являють собою певний стандартизований, узгоджений відсоток. На відміну від них, спред виникає через існування для певної категорії учасників гри необхідності чи бажання в даний момент продати чи купити акції в умовах, коли пошук контрагента пов'язаний з витратами. Тоді виникає розрив між ціною, яку платив би та отримував би гравець, який очікує на угоду (наприклад, протягом дня) та тою ціною, яку він фактично платить (отримує) у випадку негайного здійснення угоди.

Трансакційні витрати Г. Демсец визначав за формулою (1.1):

$$S/P_{cp} = (P_{п} - P_{пр})/P_{cp}, \quad (1.1)$$

де $P_{пр}$ – ціна термінового продажу акції, $P_{п}$ – ціна термінової купівлі акції, $P_{п} - P_{пр} = S$ – спред.

На думку економіста, величина спреда залежить від чотирьох факторів: кількості гравців, які приймають участь у торгах по даній акції; кількості угод; кількості ринків, на яких продається акція; а також від її ціни. Г. Демсец зробив висновок, що чим активніше відбувається торгівля акцією, тим меншим повинен

бути спред; чим дорожча акція, тим відповідно більший спред. Це пояснюється тим, що чим активніше торгується певна акція, тим більшою є економія на масштабі операцій, яка виражається в зниженні середньої величини трансакційних витрат, чи витрат в розрахунку на одну акцію [45].

Серед українських економістів, дослідження яких присвячені аналізу трансакційних витрат на фондовому ринку України слід відзначити С. Архіреєва та А. Зінченка [59], а також О. Тарасенка [35]. Обрахунки трансакційних витрат проводилися вченими також на основі аналізу спреду. Основний висновок економістів полягав в тому, що високі трансакційні витрати на фондовому ринку України свідчать про нерозвиненість та неефективність інституцій даного ринку, що в сукупності відлякує інвесторів та зменшує капіталізацію даного ринку.

Наявність більших чи менших трансакційних витрат, або ж більшої чи меншої ліквідності, на фондовому ринку можна виміряти за допомогою коефіцієнта оборотності, який обраховується за формулою (1.2):

$$КО = ЗОТА/РК, \quad (1.2)$$

де КО – коефіцієнт оборотності, ЗОТА - загальний обсяг торгівлі акціями, РК – ринкова капіталізація.

Великий, проте неактивний ринок матиме великий показник капіталізації, але малий коефіцієнт оборотності. Невеликий ліквідний ринок матиме високий показник оборотності, але в свою чергу низький показник капіталізації.

Показовим при аналізі трансакційних витрат є також обрахунок ліквідності фондового ринку за наступною формулою (1.3):

$$ЛР = ЗОТА_i/ВВП_i, \quad (1.3)$$

де ЛР – ліквідність ринку, ЗОТА_i - загальний обсяг торгівлі акціями протягом певного періоду, ВВП_i – валовий внутрішній продукт за цей період [14, с. 538].

Проте, слід відзначити, що питання розробки загальноприйнятої методики оцінки трансакційних витрат та визначення їх структури як у масштабах економіки в цілому, так і на фондовому ринку зокрема, залишається досі відкритим [90, с. 110].

Наступним елементом інституційних реформ є захист прав власності. За словами Р. Пустовійта: «Без досконалої специфікації прав власності реальний демократичний

устрій є неможливим. ... Концентрація величезного багатства в руках небагатьох призводить до концентрації політичного ресурсу, що руйнуватиме демократичний режим. ... Недостатня інституційна підтримка державою прав власності заохочує опортунізм, збільшує трансакційні витрати на захист від зазіхань на власність та відтягує ресурси від продуктивної діяльності» [91]. Надзвичайно велика роль у захисті приватної власності надається судовій системі країни.

Забезпечення виконання контрактів є ще одним важливим елементом проведення інституційних реформ, оскільки саме контракти забезпечують зменшення невизначеності угод, відстоюючи реальні права та зобов'язання сторін. Ця проблема є чітко окресленою в теорії контрактів, зокрема, в теорії агентських відносин. Одним з питань, висунутим в цій теорії, є питання про те, якими повинні бути контракти, щоб поведінка агентів (менеджерів) в найменшій мірі відхилялася від інтересів принципалів (власників)? Важливою проблемою в цій теорії, яка цікавитиме нас в дисертаційній роботі, є проблема відокремлення власності від контролю.

При цьому, поряд з врахуванням таких елементів ефективних інституційних реформ, як зменшення трансакційних витрат, забезпечення захисту прав власності та виконання контрактів не слід забувати й про необхідність створення конкурентного середовища (рис. 1.3), важливість якого у функціонуванні ринку акціонерного капіталу була окреслена нами вище.

Перераховані елементи ефективних інституційних реформ, на думку неоінституціоналістів, мають забезпечуватися шляхом належного функціонування таких базових систем економічної діяльності, як судова, податкова, банківська та небанківська системи, фондовий ринок, система ліцензування та видачі дозволів, митна та інші ринкові економічні системи (рис. 1.3).

На підтвердження цієї думки вважаємо за необхідне навести результати дослідження Б. Блека та А. Тарасової, які аналізуючи інституційні реформи в країнах з перехідною економікою, на прикладі Росії визначили такі основні елементи цих реформ, як боротьба з корупцією та організованою злочинністю, реформування податкової системи та комерційного законодавства, створення та зростання нових

підприємств, побудова правоохоронних органів, забезпечення конкуренції та ефективної торговельної політики, реформування банківської системи та проведення земельної реформи [63].

Створивши нові ефективні інститути держава, а також суб'єкти економічної діяльності та кожен окремий громадянин повинні контролювати та забезпечувати їх подальше функціонування. Важливе значення, при цьому, має створення системи соціального контролю над економікою. Ця проблема трактується досить широко: від контролю на внутріфірмовому корпоративному рівні до організації соціального контролю на рівні макроекономічному, реалізація якого пов'язана з активною діяльністю держави [92].

На нашу думку, слід розглядати чотири рівні контролю та регулювання створених інститутів:

- державний;
- саморегулювний;
- внутріфірмовий / корпоративний;
- міжнародний (рис. 1.3.).

Держава, на нашу думку, відіграє головну роль у формуванні й зміні інституціональної структури економіки тієї або іншої країни, і саме вона повинна забезпечувати формування ефективних інститутів та контролювати встановлені правила гри. Вагома роль держави у встановленні правил гри та захисті прав власності висвітлена, зокрема, у працях таких представників теорії суспільного вибору, як Дж. Б'юкенен та Г. Таллок. Держава, на думку економістів, може як сприяти створенню ефективних ринкових інститутів, так і, навпаки, створювати інституціональну структуру, що не дозволяє виявитися перевагам конкурентного порядку через монопольну владу й інші фактори, що ведуть до росту трансакційних витрат. І хоча саме держава є необхідним атрибутом прогресуючих господарських систем, інститути можуть не тільки сприяти підвищенню ефективності, але й перешкоджати йому [85].

Ефективне державне регулювання є надзвичайно важливим елементом функціонування ринку акціонерного капіталу. Безконтрольний та нерегульований

ринок може призводити до таких небажаних наслідків, як монополізація, нерівноправність учасників процесу обігу цінних паперів, недозволене використання закритої інформації тощо. Так, зокрема, як це відбувається в перехідних економіках. На думку О. Мозгового, тільки належний контроль може забезпечити досягнення основної мети – створення цілісного, високоліквідного та ефективного ринку акціонерного капіталу, регульованого державою і здатного інтегруватися у світові ринки [1, с. 11-12].

Цікавий приклад важливості регулювання ринку акціонерного капіталу спостерігався в 90-х роках в Польщі та Чехії. Економіки цих країн розвивалися за подібним сценарієм, за виключенням динаміки фондових ринків. В Чехії в середині 90-х років були майже повністю відсутні фінансові регулятори: не було регулювання ринку цінних паперів, не було незалежної комісії, майже не існувало обмежень на перекачування ресурсів з компанії собі в кишеню. В Польщі ситуація була іншою: регулювання, подібне до регулювання в США, незалежний регулюючий орган, активне втручання регулюючих органів у випадку підозри в незаконності угоди. Масова приватизація в Чехії призвела до швидкого розвитку ринку акцій на початку 90-х, проте в кінці 90-х Польща випередила Чехію за капіталізацією в три рази [93].

Наступним рівнем контролю та регулювання створених інститутів є саморегулювання ринку, яке здійснюється за допомогою саморегулюючих організацій. На ринку акціонерного капіталу такими організаціями переважно є фондові біржі та професійні асоціації учасників інвестиційного бізнесу. Останні виникають тоді, коли дії держави з регулювання ринку з певних причин є недостатніми. Асоціації виявляють нечесну поведінку окремих осіб, яка завдає шкоди не тільки членам цих асоціацій, а й ширшому колу учасників біржової торгівлі, оскільки зниження громадської довіри до фахівців підриває основи їх бізнесу, призводить до втрати прибутку [94, с. 245]. Такі організації можна віднести до тих інститутів, які Д. Коммонс визначив, як «колективна дія з контролю за індивідуальними діям» [95, с. 48].

На внутріфірмовому / корпоративному рівні контроль та регулювання полягає, на нашу думку, в забезпеченні якісного корпоративного управління. Цей рівень управління є надзвичайно важливим, оскільки жодне акціонерне товариство не може розраховувати на довіру інвесторів та надходження зовнішнього фінансування, не вживаючи заходів щодо захисту прав інвесторів, забезпечення надійних механізмів управління та контролю, відкритості та прозорості у своїй діяльності [96].

Нагадаємо, що сутністю корпоративного управління є система відносин між інвесторами-власниками товариства, його менеджерами, а також зацікавленими особами для забезпечення ефективної діяльності товариства. Якісне корпоративне управління передбачає належну увагу до інтересів акціонерів, рівновагу впливу та баланс інтересів учасників корпоративних відносин, фінансову прозорість, запровадження правил ефективного менеджменту та належного контролю [4].

Надзвичайно велике значення якості корпоративного управління відіграє у створенні привабливого інвестиційного клімату, конкурентоспроможних компаній та ефективних фінансових ринків. В багатьох сучасних дослідженнях поряд з важливою роллю ефективних фінансових ринків в економічному зростанні як на макро-, так і на мікрорівні, відзначається також прямий зв'язок між підвищенням якості корпоративного управління та покращенням показників економічного зростання в країні [97].

Загалом в економічній науці розрізняють традиційний та сучасний підхід до проблеми корпоративного управління. Згідно з першим підходом основна проблема корпоративного управління полягає в протистоянні менеджерів, що переслідують власні інтереси, та акціонерів, які володіють невеликими пакетами акцій. Основними представниками цього підходу є А. Берлі та Г. Мінз, на думку яких в умовах розпорошення акціонерного капіталу акціонер безпорадний перед діями менеджерів [98, с. 8-9]. Відповідно, чим більш концентрованою буде власність, тим менше відчуватиметься агентська проблема між власниками та менеджерами, тим краще акціонери зможуть відстоювати свої права [83].

Сучасний підхід до проблеми корпоративного управління є, в свою чергу, значно ширшим. Основними гравцями в сфері корпоративного управління в даному

випадку розглядаються крупні стратегічні інвестори, оскільки компаній, які знаходяться у власності великої кількості дрібних акціонерів, в світі не так багато, за винятком країн з англосаксонською правовою традицією [98, с. 8-9]. Так, наприклад, Я. Міркін, відзначає, що концентрація власності в країнах з перехідною економікою досить велика (так званий *stakeholder capitalism*), тоді як англо-американська модель засновується на розпорошеному акціонерному капіталі (*shareholder capitalism*) [47]. В багатьох країнах, включаючи більшість європейських, дійсно переважають компанії, в яких концентрація власності порівняно висока. Свобода дій менеджерів цих компаній обмежена необхідністю підкорювати стратегії зобов'язанням, які покладені на них крупними акціонерами. В результаті рамки корпоративного управління розширюються, охоплюючи взаємовідносини між менеджерами, власниками крупних пакетів акцій та дрібними акціонерами [98, с. 9].

Як свідчить досвід зі світової практики, рівень корпоративного управління в англо-американській моделі є значно вищим. Тобто, на практиці більша розпорошеність акціонерного капіталу призводить до підвищення рівня захисту прав акціонерів, і навпаки (табл. 1.2) [47]. Крім того, не слід забувати, що ефективність корпоративного управління залежить також від того, на яке інституційне поле орієнтовані корпорації – формальне, правове (де краще себе можуть показати аутсайтери в ролі власників) чи неформальне, суспільне (де в гру вступають інсайтери) [99, с. 135].

І, нарешті, під міжнародним рівнем регулювання будемо розуміти відповідність функціонування інститутів національних ринків певним міжнародним критеріям та стандартам. Цей аспект є надзвичайно важливим з огляду на євроінтеграційні процеси в країнах ЦСЄ.

Так, зокрема, саме з метою створення ефективних і контрольованих фондових ринків та ринків акціонерного капіталу, а також уникнення виникнення інституційних пасток Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) в 1998 році було ухвалено документ під назвою «Цілі та принципи регулювання фондового ринку». Тридцять основних принципів, висвітлених в цьому документі, базуються на трьох основних цілях: 1) захисті інвесторів; 2) забезпеченні

функціонування справедливого, ефективного та прозорого ринку; 3) уникненні системних ризиків [100]. Ще одним документом міжнародного рівня, який має безпосереднє відношення до ринку акціонерного капіталу, є розроблені в 1999 році Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) «Загальні принципи корпоративного управління» [21]. Крім того, існує ще ціла низка міжнародних стандартів, створених з метою покращення фінансових систем країн світу, серед яких можна, зокрема, виділити: «Принципи та рекомендації з питань ефективного банкрутства та захисту прав кредиторів», розроблені Світовим банком в 2000 році, «Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку», розроблені в 2000 році Комітетом з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та інші [101].

Проте створити нові формальні ринкові інститути та відповідну систему контролю і забезпечення функціонування цих інститутів не означає провести інституційні реформи. Набагато складніше змінити старі та вкорінені нові неформальні інститути (рис. 1.3). Як повторював Д. Норт, «ідеї та ідеології мають значення ... Вони формують суб'єктивні уявлення, за допомогою яких індивіди тлумачать навколишній світ і роблять вибір» [41, с. 142].

Величина витрат ринкових трансакцій напряму залежить від традицій ринкової поведінки контрагентів обміну (рис. 1.3). Якщо в суспільстві не існує моральних правил поваги до прав власності, чесності в дотриманні контрактів, то контроль з боку навіть найдосконалішого права не дозволить істотно зменшити трансакційні витрати. Це чітко простежується в умовах перехідної економіки, коли стосунки між суб'єктами ринку, що формується, розвиваються швидше, ніж створюються властиві ринковому порядку норми поведінки. Тому трансакційні витрати, навіть при створенні ідеальної правової системи, залишаються досить високими доти, поки населенню не будуть прищеплені нові етичні правила [72, с. 25-26]. Етичні норми, як правило, ефективніше сприяють зниженню трансакційних витрат, ніж формальні. Отже, етичні норми, мораль, культура, ідеологія та традиції є тими обмеженнями, ігноруючи які часто неможливо пояснити деякі економічні явища [102].

Важливість традицій та соціокультурного чинника загалом підкреслюється і в працях Я. Міркіна, який стверджує, що «неспівставність фінансових ринків в різних

країнах не можна пояснити інакше, ніж різницею в економічній поведінці населення, що базується на національному характері, релігії, традиціях» [47, с. 196], підтвердження чого наведено в таблиці 1.3.

Маючи різний менталітет, індивіди в схожих економічних ситуаціях приймають різні рішення. «Уявні конструкції гравців, задані складністю навколишнього світу, обмеженим інформаційним зворотним зв'язком з результатами діяльності, успадкованими культурними традиціями, визначають їх сприйняття» [103]. Відповідно, успіх проведення ринкових реформ багато в чому залежить від зміни менталітету населення. Особливості традицій і менталітету населення та їх вплив на функціонування ринку акціонерного капіталу розглядалися нами вище.

Велике значення при проведенні інституційних реформ має також рівень опортунізму серед населення (рис. 1.3). В економічний аналіз це поняття ввів О. Вільямсон, який визначив опортунізм як «переслідування власного інтересу з використанням підступності, ... обману, приховування інформації ..., що заважає реалізації інтересів організації» [44, с. 689].

Якщо особа бачить, що її дія здатна принести їй значну вигоду, але заборонена певним правилом, в неї цілком може виникнути стимул до порушення цього правила. Якщо очікувана вигода від порушення перевищує очікувані витрати порушення, то раціональним виявляється порушити правило. Така опортуністична поведінка, приносячи користь одному індивіду, може покласти на інших додаткові витрати, які в сумі можуть перевищити індивідуальну вигоду порушника [68, с. 9-10].

До опортуністичної поведінки можна віднести, зокрема, надання послуг гіршої якості або меншої кількості, отримання заробітної плати в конвертах, проведення операцій в тіньовому секторі економіки, витік інсайдерської інформації, заниження реальної вартості акцій.

Опортуністична поведінка характерна не лише для простих учасників ринкового обміну, але й для осіб, відповідальних за здійснення інституційних реформ. Так, на думку А. Шастітко: «Недосконалість політичного ринку робить функціонування державного апарату непрозорим для аутсайдерів. ... Потенційні представники виборців беруть на себе нереалістичні зобов'язання. ... Отримавши

бажану посаду, вони починають вирішувати свої особисті проблеми або проблеми тих, хто профінансував їх обрання, виконуючи лише незначну частину обіцяного» [34, с. 531-532]. Це не дивно, адже політики переслідують, в першу чергу, свої власні інтереси. На цьому, зокрема, наголошує і теорія суспільного вибору. Нерідко закони та інші нормативні документи пишуться в інтересах окремих соціальних груп, а не суспільства в цілому. Прикладом цього, зокрема, є законодавство щодо акціонерних товариств, притаманне країнам з перехідною економікою.

Наступним важливим елементом вкорінення ринкових неформальних інститутів є зменшення персоніфікації обміну (рис. 1.3). Обмін між індивідами не завжди буває анонімним, неперсоніфікованим, як це передбачається в моделях ринку сучасної конкуренції. Відповідно, на думку інституціоналістів, у випадку персоніфікованого обміну велику роль грають такі фактори, як особисті зв'язки, дружба, приязнь чи неприязнь, історія ділових відносин.

Персоніфікований обмін на біржах породжує маніпуляції ринком, доступ до інсайдерської інформації, у тому числі в міжнародному масштабі. Саме в цьому може полягати феномен спекуляцій Дж. Сороса, М. Мобіуса, У. Баффіта. Такі явища ставлять під сумнів достовірність не тільки неокласичних моделей, але і моделей ефективного фондового ринку, на якому курси акцій мають відображати всю доступну інформацію і ніхто не може отримувати надприбуток за рахунок відомостей, які не доступні іншим учасникам ринку.

Оскільки в реальному світі угоди завжди укладаються між конкретними учасниками, а обмін не може бути повністю неперсоніфікованим, інститути повинні сприяти укладенню ефективних, взаємовигідних контрактів без використання механізмів примусу.

Ще одним фактором, що впливає на прийняття рішень та трансакційні витрати, є притаманна всім людям, на думку О. Вільямсона, обмежена раціональність (рис. 1.3). Під цим поняттям економіст розуміє економічну поведінку, яка є раціональною, проте лише в обмеженому обсязі. Пізнавальні здібності людини в отриманні, збереженні, відновленні та обробці інформації, на

думку економіста, є обмежені. Відповідно, всі складні контракти є, без сумніву, неповними через обмеження раціональності поведінки людини [44, с. 689].

Розглянувши основні складові інституційних реформ варто підкреслити, що на будь-якому етапі проведення цих реформ можуть бути допущені помилки (рис. 1.3). В такому випадку існує велика ймовірність виникнення стійких неефективних інститутів, які дістали назву інституційних пасток.

Вперше поняття «інституційної пастки» було введено В. Полтеровичем у 1999 р. Інституційна пастка, на думку економіста, являє собою неефективну, але стійку норму господарських відносин [104, с. 11]. В подальшому різні вчені почали досліджувати появу стійких неефективних норм, пропонуючи власне розуміння поняття «інституційна пастка», розвиваючи та доповнюючи його. Так, зокрема, А. Яковлев вважає, що неефективний інститут стає стійким, оскільки для певних економічних суб'єктів він є надзвичайно вигідним [105]. О. Басов пов'язує поняття інституційної пастки з відсутністю координації дій різних еліт в процесі зміни правил гри. Якщо кожна еліта ризикує програти, діючи на користь зміни правил гри самостійно, то ситуація стає стійкою в неоптимальному режимі, що О. Басов і називає інституційною пасткою. Фірми, яким вигідно дотримуватись неефективних норм і правил, складають групу лобіювання цих норм і правил [106]. Така ситуація нагадує прийняття рішень економічними гравцями в «дилемі в'язнів», коли найбільших вигащів гравці отримують у випадку співпраці (мовчання), тобто, порушуючи закон.

Поява поняття «інституційної пастки» дозволяє глибше зрозуміти такі явища економічних відносин як бартер, корупція, ухилення від сплати податків [107, с. 8], тіньова економіка, наявність адміністративних бар'єрів. Перелік інституційних пасток є далеко не вичерпним, адже неефективні стійкі норми можуть виникати у різних галузях економіки [108].

Феномен «інституційних пасток» став однією з серйозних проблем, з якою зіткнулись уряди країн ЦСЄ при проведенні ринкових реформ. Пом'якшуючи негативні короткострокові наслідки непідготовлених занадто швидких перетворень, інституційні пастки перешкоджають довгостроковому економічному зростанню

[107, с. 8]. Приклад країн ЦСЄ ще раз довів, що створення ринкових правових обмежень не гарантує створення ефективних ринкових інститутів.

Прикладом інституційної пастки на ринку акціонерного капіталу України може бути явище політичної корупції при приватизації державних підприємств (зокрема, «перша» приватизація Криворіжсталі шляхом заниження реальної вартості), а також недосконалість законодавства, що регулює цей ринок, і відповідно дає можливість перерозподіляти права власності неринковими методами (наприклад, отримання контрольного пакету акцій в стратегічно важливих підприємствах через спекуляції на фондовому ринку).

Негативно ситуацію на фондовому ринку України описує також Ю. Петрушенко. На його думку, фондовий ринок України знаходиться в інституційній пастці, оскільки не виконує своїх функцій саме у зв'язку з невідповідністю формальних та неформальних інститутів [109, с. 184].

На думку О. Сніжко: «Наявні характеристики фінансових систем (домінування банків, недосконалі фондові ринки, ... нефункціональна система корпоративного контролю, непрозорість інформаційних потоків ...) дозволяють інтерпретувати їх як половинчасті гібридні системи, більшість з яких перебуває на стадії трансформації та інституційного оформлення» [33, с. 13].

Таким чином, спираючись на понятійний апарат сучасної інституційної теорії, ми визначили основні складові ефективних інституційних реформ в країнах з перехідною економікою (рис. 1.3). Крім того, варто зазначити, що інституційні реформи потребують часу, не можуть бути проведені одномоментно [72, с. 28, 32] та не завжди приводять, як ми вже зазначали, до формування ефективних інститутів. Якщо на якомусь з етапів проведення реформ допущено помилку, то економіка країни потрапляє в інституційну пастку (рис. 1.3). Крім того, як зазначає Ю. Біленко, за різких трансформацій інституційної структури зростають можливості отримання певних привілеїв окремим соціальним групам на основі зростаючої асиметрії інформації та недосконалості нових інститутів [69, с. 207-208].

Узагальнивши поданий вище матеріал, вважаємо за доцільне виокремити два основні етапи інституційних реформ на ринку акціонерного капіталу, які повинні пройти країни з перехідною економікою:

- 1) на першому етапі (який відповідає формальній інституціоналізації та досягається в короткостроковому періоді) створюються нові формальні інститути (законодавство про акціонерні товариства, корпоративне управління, фондовий ринок, банкрутство), а також різноманітні організації та учасники ринку акціонерного капіталу (біржі, інституційні інвестори, депозитарії, клірингові палати тощо);
- 2) на другому етапі (який передбачає реальну інституціоналізацію та досягається в довгостроковому періоді) суспільство усвідомлює необхідність дотримання нових правил, виникає довіра населення до новостворених організацій та учасників ринку акціонерного капіталу, ринок стає прозорим, інформація доступною, тобто відбувається вкорінення властивих ринковому порядку неформальних інститутів.

Відповідно, для того, щоб визначити, чи сформувалось в країні якісне інституційне середовище, чи ні (рис. 1.3), чи завершеною є інституційна реформа та чи була вона ефективною необхідно опиратися на певні показники.

Г. Едісон, відзначає, що в економічній літературі використовуються, як правило, три основні групи показників, які характеризують якість інституційного середовища країни:

- 1) перша група - це якість управління (ефективність державного управління), до якої входить рівень корупції, політичні права, ефективність державного сектору та тягар регулювання;
- 2) друга група - це рівень правового захисту приватної власності та забезпечення правопорядку, тобто дотримання встановлених законів;
- 3) третя група - це, відповідно, рівень відповідальності та обмеження, покладені на виконавчу владу та політичних лідерів [110, с. 36].

Показники, що входять до першої групи стали результатом дослідження рівня розвитку та ефективності інституційного середовища для економічного розвитку

країн, проведеного Д. Кауфманном, А. Крайєм та П. Сойдо-Лобатоном. В своїй роботі економісти сформуvalи шість агрегованих показників, на основі яких можна емпірично досліджувати ефективність інституційного середовища. До таких показників економісти віднесли: право голосу та підзвітність; рівень політичної стабільності та відсутність насилля; ефективність державного управління (роботи уряду); якість регулювання; верховенство права та боротьбу з корупцією [111].

Так, зокрема, право голосу та підзвітність показує, які політичні права має населення та наскільки воно є вільним у виборі влади, а також демонструє рівень громадянської свободи та незалежності преси. Рівень політичної стабільності та відсутність насилля показує ймовірність того, що уряд буде скинутий неконституційним або насильницьким шляхом. Ефективність державного управління (роботи уряду) включає якість надання державних послуг, а також компетентність та політичну незалежність державного апарату. Якість регулювання вимірюється як відносна відсутність державного контролю за ринками товарів, банківською системою та міжнародною торгівлею. Верховенство права передбачає наявність захисту людей та їх майна від насилля і крадіжок, незалежної та ефективної судової системи, а також забезпечення виконання договорів. І, нарешті, боротьба з корупцією передбачає забезпечення «свободи» від хабарництва. Всі ці показники обраховані шляхом експертних оцінок. Обрахувавши середнє арифметичне шести сформованих показників економісти визначили агрегований індекс ефективності державного управління [110, с. 36].

На нашу думку, кожен з перерахованих вище шести показників має важливе значення для розвитку та функціонування ринку акціонерного капіталу. Ці показники демонструють ефективність державного управління, яке безпосередньо впливає як на створення нових інститутів ринку, так і на рівень контролю та забезпечення функціонування цих інститутів.

Показники, представлені в другій групі, тобто рівень правового захисту приватної власності та забезпечення дотримання встановлених законів, можна виміряти, на нашу думку, зокрема, за допомогою показника захисту прав інвестора, представленого в Звітах щодо легкості ведення бізнесу [112] та як складову Індексу

економічної свободи [113], а також показником якості корпоративного управління. Індeksi якості корпоративного управління розраховуються рейтинговими агенствами як для окремих компаній, так і для характеристики корпоративного управління в країні загалом. Показник якості корпоративного управління для країн з перехідною економікою представлено, зокрема, в звітах ЄБРР під назвою «Transition Reports» [114].

Загалом, слід відзначити, що Індекс легкості ведення бізнесу почали обраховувати з 2002 року на основі 5 складових. На даний час цей індекс розраховується на основі 10 складових, до яких належать: реєстрація підприємств, отримання дозволів на будівництво, підключення до системи електропостачання, реєстрація власності, кредитування, захист інвесторів, оподаткування, міжнародна торгівля, забезпечення виконання контрактів та процедура банкрутства. Індекс легкості ведення бізнесу дозволяє об'єктивно оцінити нормативно-правові акти, які регулюють підприємницьку діяльність в 189 країнах світу, забезпечує вимірюваність орієнтирів для проведення реформ, а також підштовхує уряди країн до більш ефективного регулювання [112].

Індекс економічної свободи, в свою чергу, розраховується з 1995 року для 186 країн світу на основі таких чотирьох основних груп показників, як: верховенство права, бюджетні обмеження, ефективність регулювання та відкритість ринків. Для оцінки верховенства права враховують показники захисту прав власності та рівня корупції; рівень бюджетних обмежень оцінюють на основі показників державних видатків та рівня фіскальної свободи; ефективність регулювання розраховують на основі показників свободи ведення бізнесу, аналізу ринку праці та монетарної свободи; відкритість ринків оцінюють на основі показників зовнішньої торгівлі, інвестицій та розвитку фінансових ринків. Під поняттям «економічної свободи» мається на увазі фундаментальне право кожної людини контролювати свою працю та власність. В економічно вільному суспільстві люди мають право вільно працювати, виробляти, споживати та інвестувати залежно від своїх власних потреб та бажань. В економічно вільних країнах уряди дозволяють вільне переміщення як товарів, так і робочої сили та капіталу [113].

Щодо третьої групи показників, яка визначає рівень відповідальності та обмеження, покладені на виконавчу владу, політичних лідерів та еліту загалом, то варто відзначити, що в суспільстві з відповідними обмеженнями зменшується рівень боротьби між різними угрупованнями за владу, політика стає більш прогнозованою та стабільною [110]. До основних показників, які характеризують рівень політичної стабільності, належить індекс політичної стабільності (PSI) та індекс політичної нестабільності (PIndex) [115, 116], індекс крихкості держави [117], а також показник рівня політичної нестабільності та насилля, обрахований Д. Кауфманном.

В наступному параграфі дисертаційної роботи ми вважаємо за необхідне окреслити напрями нашого подальшого дослідження, визначитись з конкретними показниками якості інституційного середовища, які використовуватимуться нами в дисертаційній роботі, а також сформулювати моделі, на основі яких будуть проведені розрахунки та зроблені відповідні висновки в наступних розділах дисертаційної роботи.

1.4. Напрями та методи аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах з перехідною економікою

Створений в країнах з перехідною економікою в 90-х роках ХХ ст. ринок акціонерного капіталу став важливим інститутом ринкової економічної системи, якого близько 60-ти років в зазначених країнах не існувало. Випуск акцій дав можливість підприємствам залучати додаткові фінансові ресурси, як від вітчизняних, так і від іноземних інвесторів, а акціонерам приймати безпосередню участь в управлінні акціонерним товариством.

Як відомо, для створення чогось нового потрібен певний проміжок часу. Так само і в цьому випадку, 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 перехідних економіках далекий від рівня розвинутих країн. Так, в 2012 році капіталізація фондових ринків в країнах ЦСЄ коливалася, залежно від країни, на

рівні від 4 до 36 % від ВВП, тоді як в Німеччині цей показник становив 43,3 %, у Великобританії – 122 %, а в США – майже 115 % (додаток 3, таблиці 3.1.1. – 3.1.2.) [118]. Відповідно, як було зазначено вище, ми припускаємо, що причиною такої ситуації є якість інституційного середовища та, відповідно, ефективність проведених інституційних реформ.

На основі теоретичного матеріалу, представленого в попередніх параграфах, інституційні реформи у процесі формування акціонерного капіталу, на нашу думку, можна визначити як процес створення нових та трансформації вже існуючих формальних та неформальних інститутів, а також механізмів контролю за їх дотриманням (тобто, інституційного середовища), що відбувається в системі, яка перетворює заощадження в інвестиції шляхом організації обігу акцій та формує відповідну структуру власності підприємств [119, с. 275].

Відштовхуючись від вже виокремлених рівнів контролю та регулювання створених інститутів, інституційні реформи в процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ нами було вирішено досліджувати на двох основних рівнях:

- мікрорівні (внутріфірмовому / корпоративному рівні, тобто рівні окремих акціонерних товариств);
- макрорівні (рівні національної економіки в цілому, на якому розглядатимуться рівень та чинники розвитку ринку акціонерного капіталу) [119, с. 276-277].

Крім того, з огляду на побудову в постсоціалістичних країнах ринкової економіки та євроінтеграційні процеси цих країн, доволі важливою, на нашу думку, є перевірка відповідності функціонування як інституційного середовища окремих акціонерних товариств, так і ринку акціонерного капіталу в цілому міжнародним стандартам та дослідження рівня конвергенції інституційного середовища країн ЦСЄ з розвинутими країнами ЄС (рис. 1.4).

Аналіз інституційних реформ на мікрорівні, на нашу думку, необхідно зосередити на двох основних аспектах – це аналіз зовнішніх та аналіз внутрішніх інституційних чинників функціонування акціонерних товариств (рис. 1.4). Перший аспект передбачатиме аналіз чинників інституційного середовища, на які акціонерне товариство вплинути не може. Другий аспект, відповідно, передбачатиме аналіз тих

чинників інституційного середовища, які частково залежать власне від акціонерного товариства та пов'язані з якістю корпоративного управління, структурою та концентрацією власності.



Рис. 1.4. Напрями аналізу інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ (сформовано автором)

До зовнішніх чинників інституційного середовища функціонування акціонерних товариств (рис. 1.4), на нашу думку, можна віднести такі показники, як якість судової системи, якість державного управління, макроекономічна та політична нестабільність, якість інфраструктури, невизначеність економічної політики, доступ та вартість факторів виробництва. Ці показники досліджуються, зокрема, в працях Л. Кркоска та К. Робек [120], що зосередилися на аналізі якості інституційного середовища та його впливу на діяльність підприємств; а також П. Мітра, О. Муравйова та М. Шаффера [121], дослідження яких висвітлює питання конвергенції інституцій країн з перехідною економікою з розвинутими ринковими економіками та базується так само на показниках діяльності окремих підприємств.

Так, зокрема, Л. Кркоска та К. Робек дослідили інституційні відмінності між колишньою Східною та Західною Німеччиною, а також такими центрально-європейськими країнами з перехідною економікою, як Чехія, Угорщина, Польща та Словаччина. Використавши звіти підприємств, представлені в базі даних ВЕЕПС за 2004 – 2005 роки, економісти показали, що якість формальних та неформальних інститутів в Східній Німеччині досі відрізняється від Західної Німеччини. Економісти дослідили такі аспекти бізнес-середовища, як захист прав власності та якість судової системи, державне управління, неофіційні платежі, доступ до фінансування та ринки праці. На основі виробничої функції Кобба-Дугласа Л. Кркоска та К. Робек дослідили взаємозв'язок між продуктивністю підприємств, виміряною обсягами продаж, та інституційними індикаторами. З точки зору інституційних характеристик, на думку економістів, показники бізнес-середовища в країнах ЦСЄ є досить низькими. Найбільш характерною для країн ЦСЄ є наявність протермінованих платежів. Значну частину часу підприємці цих країн витрачають на спілкування з чиновниками, обговорюючи трактування законів, дають великі хабарі, витрачають багато зусиль на отримання кредиту.

Дослідження Л. Кркоска та К. Робек продемонструвало, що центральноєвропейські країни з перехідною економікою скоротили розрив зі Східною Німеччиною за низкою показників якості інституційного середовища. Економісти також зробили висновок, що підприємства цих країн компенсували інституційні недоліки на рівні країни шляхом зосередження зусиль на впровадженні інновацій на рівні підприємств, а також інвестицій в людській капітал [120].

Аналіз рівня конвергенції інститутів країн з перехідною економікою з розвинутими ринковими економіками представлено, як ми вже згадували, в дослідженні Л. Кркоска та К. Робек, а також в праці П. Мітри, О. Муравйова та М. Шаффера. З огляду на вступ країн ЦСЄ 2004 року до ЄС дослідження такого плану є надзвичайно актуальними. Так, зокрема, в аналізі, проведеному П. Мітрою та співавторами, використано дані опитування підприємств, сформовані в базі даних ВЕЕПС за 1999, 2002 та 2005 роки. Дослідження економістів зосереджене на аналізі рівня конкуренції, структури ринку, фінансів та структури запозичень підприємств,

реакції підприємств на ринкове середовище під час реструктуризації. Економісти дійшли висновку щодо наявності конвергенції в різних аспектах економічної діяльності. В дослідженні показано швидке зростання нового приватного сектору в країнах з перехідною економікою, зокрема малого бізнесу, аналогічне до країн з розвинутою ринковою економікою. Економісти довели, що: пік реструктуризації в країнах з перехідною економікою припав на 2002 рік, після чого темпи реструктуризації почали спадати; в країнах з перехідною економікою, які стали членами ЄС в 2004 році, спостерігався вищий рівень конвергенції, ніж в інших перехідних економіках з нижчим рівнем доходу [121].

До внутрішніх чинників інституційного середовища функціонування акціонерних товариств (рис. 1.4), на нашу думку, слід віднести якість корпоративного управління, концентрацію та структуру власності. Дослідженню та аналізу такої невід'ємної складової інституційного середовища, як корпоративне управління присвячені роботи А. Берлі та Г. Мінза [84], В. Андреффа [122], М. Дженсена та В. Меклінга [85], М. Бехта, П. Болтона та А. Рюелль [123], Я. Міркіна [49], Б. Єрзнкяна [99], А. Рачинського [124, 125], П. Кузнєцова та О. Муравйова [98]. Вагому роль у розумінні інституційних процесів на рівні окремих акціонерних товариств в країнах з перехідною економікою відіграють дослідження формування та ефективності структури власності. Особливої уваги, на нашу думку, заслуговують в цьому контексті праці Р. Фрідмана, К. Грея, М. Хессела та А. Рапачинського [126], С. Клесенса та С. Дянкова [127], Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Сіланеса, А. Шляйфера та Р. Вішні [37], І. Акімової та Г. Швьодіауера [128], П. Кузнєцова та О. Муравйова [98], А. Радигіна та Р. Ентова [129].

Як ми вже зазначали, якість корпоративного управління є надзвичайно важливим показником для потенційних інвесторів, оскільки характеризує, зокрема, прозорість підприємства та рівень захищеності дрібних акціонерів.

Дослідження чинників та якості корпоративного управління на прикладі пострадянських країн представлено, зокрема, в працях В. Андреффа. Економіст проаналізував вплив приватизації на формування структури власності та якість корпоративного управління і дійшов висновку, що «основний недолік

нестандартних методів приватизації полягав в широкому контролі зі сторони інсайдерів... Практично у всіх перехідних економіках фірми, які були викуплені інсайдерами, сьогодні неефективні з огляду на слабкість структур корпоративного управління та високі управлінські витрати, які заважають проведенню стратегічної реструктуризації» [122].

Проблеми взаємозв'язку рівня захисту дрібних акціонерів та концентрації власності торкається в своїх працях також Я. Міркін. Економіст приходять до висновку, що більша розпорошеність акціонерного капіталу призводить до підвищення рівня захисту прав акціонерів, так як це спостерігається в країнах з англо-американською моделлю фондового ринку [47]. Такої самої думки дотримуються Р. Ла Порта, Флоренціо Лопес-де-Сіланес, А. Шляйфер та Р. Вішні. Дослідивши 49 країн, економісти дійшли висновку, що концентрація власності у великих публічних акціонерних товариствах негативно впливає на захист прав акціонерів [37].

Дослідженню впливу концентрації власності на ефективність функціонування підприємств присвячена, зокрема, праця С. Клесенса та С. Дянкова. Економісти проаналізували особливості функціонування чеських підприємств в 1992-1997 роках та дійшли висновку, що більша концентрація власності призводить до збільшення рентабельності та продуктивності праці. На їх думку, концентрація акціонерного капіталу, по-перше, дозволяє власникам контролювати менеджерів через місця в раді директорів, а по-друге, може дати власникам достатній вплив у виборі нових і послабленні старих менеджерів [127, с. 6, 11, 20]. При цьому, на думку М. Бехта, П. Болтона та А. Рюелль, втручання великих акціонерів повинно бути регульованим з метою забезпечення захисту прав дрібних акціонерів [123].

З проблемою концентрації власності нерозривно пов'язана проблема її структури. Так, зокрема, такі економісти, як Р. Фрідман, К. Грей, М. Хессел та А. Рапачинський на прикладі Польщі та Угорщини дослідили вплив форми власності (приватної чи державної), власності в руках інсайдерів та аутсайдерів, а також впливу окремих груп власників на зростання доходу, зайнятість, середній дохід на робітника та середні витрати, які припадають на одиницю валового доходу протягом 1990-1993 рр.

Для характеристики рентабельності економісти обрали такі показники, як середній дохід на робітника та середні витрати, які припадають на одиницю валового доходу. За допомогою фіктивної змінної в моделі було також враховано внесок в кінцевий результат приналежності підприємства до певної країни. Крім того, економісти дослідили відмінності між доприватизаційним (1990 – 1991) та післяприватизаційним (1992 – 1993) періодом для фірм, які належали інсайдерам та відповідно для фірм, які належали іншим власникам. За результатами досліджень Р. Фрідман, К. Грей, М. Хессел та А. Рапачинський прийшли до висновку, що фірми, якими володіють аутсайтери демонструють кращі результати за більшістю показників реструктуризації, ніж фірми, що знаходилися у володінні інсайдерів. Відповідно фірми, що знаходились у приватній власності, виявилися ефективнішими за державні підприємства [126].

Подібне дослідження у 2003 році було проведено І. Акімовою та Г. Швьодіауером на прикладі українських підприємств. Залежною змінною обрано продуктивність праці (продаж на працівника), а до незалежних віднесено відповідно різні категорії власників (національні та іноземні компанії, працівники компанії, керівники, аутсайтери та інсайтери), в дослідженні враховано також галузь, до якої належить підприємство, число конкурентів, бартер у продажу. Автори виявили суттєвий вплив структури власності на показники роботи у випадку власності керівників, працівників та іноземців [128].

Дослідження впливу структури власності на ефективність функціонування підприємства зустрічаємо й у вже згаданій праці С. Клесенса та С. Дянкова [127]. За результатами аналізу економісти дійшли висновку щодо наявності позитивного взаємозв'язку між часткою іноземних стратегічних інвесторів і небанківських фондів та показниками фінансової діяльності підприємств.

Загалом, результати майже всіх емпіричних досліджень щодо характеру впливу різних груп акціонерів на діяльність підприємств співпадають лише за двома аспектами: висновок про нейтральність або негативну роль працівників підприємства (як акціонерів), а також наявність прямого зв'язку між часткою іноземних інвесторів та ефективністю підприємства [129]. Вплив власності зовнішніх інвесторів на результати діяльності фірм в багатьох дослідженнях

визначається жорсткістю їх контролю над діями менеджерів. Банки, страхові компанії та інвестиційні фонди надають перевагу ліквідності своїх інвестицій перед здійсненням більш жорсткого контролю над компаніями, тому можуть взагалі свідомо утримуватись від купівлі великих пакетів акцій. Промислові підприємства, які є акціонерами інших фірм, зазвичай приймають більш активну участь в корпоративному управлінні. Державна ж власність протягом двох останніх десятиріч розцінюється як неефективна. Найбільший інтерес для дослідників представляє власність в руках менеджерів [98, с. 18-19].

На нашу думку, аналіз впливу структури акціонерного капіталу та якості корпоративного управління на ефективність функціонування акціонерних товариств в країнах ЦСЄ дасть нам можливість зробити певні висновки щодо ефективності інституційних реформ, проведених в досліджуваних країнах. Якщо цей вплив виявиться позитивним, це означатиме успішність проведених реформ та, як результат, появу на підприємстві ефективного власника. Такий аналіз буде нами проведено в рамках дослідження інституційних реформ у процесі формування акціонерного капіталу на мікрорівні (рис. 1.4).

Наступним виокремленим нами рівнем дослідження є макрорівень (рис. 1.4). На цьому рівні ми вважаємо за необхідне дослідити ефективність та роль ринку акціонерного капіталу в економіці країн ЦСЄ та порівняти вплив на розвиток цього ринку таких двох основних груп чинників, як чинники макроекономічного та інституційного середовища (рис. 1.2), а також проаналізувати важливість інституційного середовища в забезпеченні ефективної діяльності ринку акціонерного капіталу досліджуваних країн (рис. 1.4). Метою аналізу на макрорівні є відповідь на питання: чи виконує ринок акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ свою основну функцію, яка полягає в ефективному перерозподілі капіталу з менш ефективних галузей промисловості в більш ефективні? Якою при цьому є роль інституційного середовища? Чи дійсно інституційне середовище є таким важливим фактором впливу на зростання ринку акціонерного капіталу та які саме чинники інституційного середовища мають найбільший вплив на цей ринок?

Беззаперечним є той факт, що фундаментальним завданням економіки є використання того незначного капіталу, яким вона володіє, ефективно. Капітал повинен виводитися з неперспективних галузей та інвестуватись у сектори, які матимуть очікувано високі доходи [16]. Як ми вже зазначали, найважливішою функцією ринку акціонерного капіталу є перерозподіл капіталу з менш ефективних галузей промисловості в більш ефективні, що, в свою чергу, сприяє економічному зростанню. Серед економістів, праці яких торкаються питань важливості фондового ринку та, відповідно, ринку акціонерного капіталу, а також ролі цих ринків в економічному зростанні слід виокремити Р. Левіна та С. Зервос [13], Р. Атьє та Б. Явановіча [12], Р. Раджана та Л. Зінгалеса [130], Дж. Вурглера [16].

На основі проведеного дослідження Р. Левін та С. Зервос дійшли до висновку, що ліквідність фондового ринку та розвиток банківського сектору сприяють довгостроковому економічному зростанню, накопиченню капіталу та підвищенню продуктивності праці. На думку економістів, фондові ринки створюють можливості для проведення торгівлі правами власності на основі ринкових технологій, сприяючи більш ефективному розподілу ресурсів, формуванню капіталу, а також прискоренню економічного зростання [14]. Подібні висновки можемо знайти і в одній з попередніх праць Р. Левіна [131], а також працях В. Бенчівенга [132], Б. Гольмштрюма та Дж. Тіроля [133].

Взаємозв'язок між розвитком фондового ринку та економічним зростанням досліджено також в праці Р. Атьє та Б. Явановіча [12]. Економісти довели наявність значної кореляції між економічним зростанням та показником об'єму біржових торгів по відношенню до ВВП для 40 країн за період з 1980 по 1988 рік.

Крім того, такі економісти, як А. Деміргук-Кант та О. Максимовіч показали, що в країнах з добре функціонуючими банківською системою та ринками акцій підприємства розвиваються та зростають значно швидше [134]. Р. Раджан та Л. Зінгалес показали, що галузі, які більше покладаються на зовнішнє фінансування досягають кращих результатів в країнах з розвинутими фінансовими ринками [130].

На думку Дж. Вурглера, фінансові ринки дійсно покращують розподіл капіталу між галузями промисловості. Обрахувавши еластичності інвестицій по

доданій вартості у 28 галузях промисловості на прикладі 65 країн світу, економіст дійшов висновку, що у країнах з розвиненими фінансовими ринками відбувається більш швидке збільшення інвестиції у зростаючі галузі і скорочення інвестицій у більш занепалі галузі, в той час як у фінансово нерозвинених країнах ці процеси відбуваються набагато повільніше. Для вимірювання рівня розвитку фінансових ринків економіст скористався такими показниками, як розмір внутрішнього фондового та кредитного ринків у відсотках від ВВП [16].

Якщо говорити про дослідження впливу інституційних чинників саме на фондовий ринок та відповідно на ринок акціонерного капіталу, то цій тематиці присвячені роботи таких економістів, як А. Деміргук-Кант та Р. Левін [51], Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Сіланес, А. Шляйфер та Р. Вішні [37], А. Гані та К. Нгассам [57], Ч. А. Ярті [36], а також А. Адаров та Р. Чайдзі [58].

Так, зокрема, використовуючи дані по 44 розвинутих країнам та країнам, що розвиваються, за період з 1986 по 1993 рік А. Деміргук-Кант та Р. Левін прийшли до висновку, що великі фондові ринки є більш ліквідними, менш волатильними та більш інтегрованими у міжнародні ринки, ніж відповідно невеликі ринки. На думку економістів, інституційно розвинуті фондові ринки з жорстким законодавством щодо розкриття інформації, міжнародними стандартами бухгалтерського обліку та необмеженими потоками капіталу є більшими та ліквіднішими [51].

Досліджуючи інституційні чинники розвитку фондових ринків на основі даних 49 країн, Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Сіланес, А. Шляйфер та Р. Вішні дійшли до висновку, що такі інституційні змінні, як верховенство права, показник «антидиректорських прав», використаний для вимірювання рівня захисту акціонерів, а також дотримання принципу «одна акція = один голос» є важливими чинниками розвитку фондового ринку [37].

Значна кількість економістів використовують інституційний підхід для дослідження фондових ринків окремих країн. Так, в 1991 році М. Міллер дійшов висновку, що в Швеції трансакційні податки на фондовому ринку були найвищими в світі. На прикладі Аргентини та Бразилії вплив інституційних чинників на розвиток фондового ринку в 1997 році показали В. Несс та А. Мартінес [11].

Для характеристики впливу інституційного середовища на функціонування фондових ринків А. Гані та К. Нгассам обрали показники ефективності державного управління, сформовані Д.Кауфманном, А.Крайєм та П. Соудо-Лобатоном. Серед шести існуючих показників до їх дослідження потрапили п'ять, зокрема, ефективність державного управління, верховенство права, якість регулювання, боротьба з корупцією та політична стабільність. Дослідження було проведено з використанням трьох різних економетричних моделей, включно з моделлю з фіксованими ефектами, результати яких майже не відрізнялися один від одного. Відповідно, економісти отримали переконливі докази того, що економічне зростання, розвиток технологій, верховенство закону та політична стабільність мають позитивний вплив на зростання азійського фондового ринку. З іншої сторони, погана якість регулювання та ефективність державного управління перешкоджають розвитку фондового ринку досліджуваних країн. Результати, отримані економістами підтвердили припущення про те, що якість інституційного середовища є невід'ємною частиною підвищення розвитку фондового ринку в країні [57].

Аналізуючи фактори розвитку фондового ринку в країнах, що розвиваються, Ч. А. Ярті, виокремив, як вже було зазначено вище, макроекономічні та інституційні чинники впливу. Серед інституційних чинників економістом було розглянуто рівень політичного ризику. Цей показник оцінюється за 100-бальною шкалою, де найвище значення характеризує найменший рівень ризику. Поряд з показником рівня політичного ризику автор дослідив також вплив окремих його складових, до яких належать закон та порядок, якість бюрократії, рівень демократичної підзвітності та корупції. Аналіз цих показників дав економісту можливість зробити обґрунтовані висновки щодо проблемних аспектів інституційного середовища досліджуваних країн. Оцінка впливу обраних макроекономічних та інституційних параметрів на розвиток фондового ринку, обрахованого як відношення капіталізації до ВВП, була проведена за допомогою методу узагальнених моментів (GMM Estimation) на основі панельних даних по 42 країнах, що розвиваються за 1990-2004 роки. Результати дослідження показали, що поряд з деякими макроекономічними показниками такі показники інституційного середовища, як політичні ризики, закон та порядок, а

також якість бюрократії мають велике значення для розвитку фондового ринку, оскільки сприяють зростанню зовнішнього фінансування [36, с. 15-28].

На прикладі країн ЦСЄ, дослідження факторів впливу на розвиток фінансових ринків проведено, зокрема, А. Адаровим та Р. Чайдзі. Поряд з макроекономічними показниками економісти дослідили також роль інституційного середовища в розвитку фондового ринку протягом 1994 – 2008 років. Побудувавши модель залежності розвитку ринку акцій від макроекономічних показників, економісти дійшли висновку, що за допомогою таких даних неможливо повністю пояснити поведінку даного ринку, обрані показники пояснювали лише 20 % поведінки ринку акцій. Економістам вдалося покращити модель, доповнивши її показниками інституційного середовища. В дослідженні було використано чотири з шести показників ефективності державного управління, сформованих Д. Кауфманном, А. Краайєм та П. Сойдо-Лобатоном, а саме ефективність роботи уряду, якість регулювання, верховенство права та контроль корупції. Економісти прийшли до висновку, що рівень розвитку фінансових ринків в країнах ЦСЄ є значно нижчим від рівня, якого можна б було очікувати від цих країн, враховуючи загальний рівень економічного розвитку, виміряний показником реального ВВП на душу населення. Причиною цього, на думку А. Адарова та Р. Чайдзі, є нерозвиненість інститутів та недостатній доступ до зовнішніх джерел фінансування [58].

Враховуючи описані вище праці та наявний статистичний матеріал, в нашому подальшому дослідженні інституційних реформ в процесі формування акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ в умовах європейської інтеграції ми вирішили використати, в першу чергу:

- 1) показники інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств, представлені в базі даних BEEPS [135], що дасть нам можливість зробити висновки про характерні зовнішні інституційні чинники функціонування акціонерних товариств країн ЦСЄ, а також дозволить проаналізувати рівень конвергенції інституційного середовища країн ЦСЄ та розвинутих країн ЄС (рис. 1.4);

- 2) показники якості корпоративного управління, структури та концентрації власності, а також показники ефективності функціонування акціонерних товариств, доступні, знову ж таки, в базі даних ВЕЕПС [135], що, в свою чергу, допоможе нам проаналізувати внутрішні інституційні чинники функціонування акціонерних товариств країн ЦСЄ (рис. 1.4);
- 3) показники ефективності державного управління, сформовані Д. Кауфманном, А. Крайєм та П. Сойдо-Лобатоном [136], а також показники розвитку фондового ринку та макроекономічні показники, які будуть нами використані для дослідження місця та ролі інституційних реформ у функціонуванні ринку акціонерного капіталу (рис. 1.4).

На нашу думку, проведення аналізу з використанням перерахованих вище показників дасть можливість всебічно оцінити особливості та проблемні аспекти інституційного середовища ринку акціонерного капіталу країн ЦСЄ, відштовхуючись від сприйняття цього середовища окремими акціонерними товариствами та доповнюючи його аналізом загальноринкових показників.

В процесі написання дисертаційного дослідження з метою проведення аналізу інституційних перешкод діяльності окремих акціонерних товариств, а також дослідження впливу інституційного середовища на ринок акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ нами буде використано:

- 1) тест на статистичну значимість зважених та незважених середніх значень обраних зовнішніх інституційних перешкод з метою порівняння інституційного середовища функціонування акціонерних товариств в різних групах країн, а також дослідження рівня конвергенції інституційного середовища країн ЦСЄ з розвинутими країнами ЄС. При цьому буде використано функцію «two-group mean-comparison test» в програмі Stata;
- 2) кореляційний аналіз показника приналежності підприємства до акціонерного товариства та показників зовнішніх інституційних перешкод для різних груп країн, використовуючи функцію часткової кореляції (partial correlation) в програмі Stata;

- 3) пробіт-модель з метою визначення значимості впливу зовнішніх та внутрішніх інституційних чинників функціонування акціонерних товариств на показники ефективності їх діяльності в країнах ЦСЄ та порівняння отриманих результатів з відповідними результатами в розвинутих країнах ЄС, використовуючи команду «probit regression» в програмі Stata;
- 4) узагальнений метод найменших квадратів для моделі з випадковими ефектами з метою дослідження чинників розвитку ринків акціонерного капіталу в досліджуваних країнах за допомогою функції «random- coefficients regression by GLS» в програмі Stata.

Тест на статистичну значимість зважених та незважених середніх значень обраних показників (в нашому випадку показників зовнішніх інституційних перешкод) будемо проводити з метою порівняння інституційного середовища в певних групах країн, тому в *Stata* використовуємо функцію «*two-group mean-comparison test*», скорочено *ttest*. Ця команда передбачає проведення тесту на порівняння середніх значень лише в двох групах даних. Тому з метою порівняння ситуації в країнах ЦСЄ з ситуацією в пострадянських країнах, в країнах Південно-Східної Європи, розвинутих країнах ЄС та країнах Південно-Східної Азії дослідження будемо проводити в декілька етапів.

По-перше, тестуємо нульову гіпотезу $H_0: diff = 0$, де $diff = \mu_a - \mu_b$, при цьому μ_a – це незважене середнє по групі країн a для перешкоди i , а μ_b – це незважене середнє по групі країн b для перешкоди i . Країни груп a та b – це відповідно пострадянські країни та країни ЦСЄ. Якщо нульова гіпотеза справджується, це означає, що $\mu_a = \mu_b$, тобто різниці в якості інституційного середовища в досліджуваних групах країн (по конкретній інституційній перешкоді i) немає. Нульову гіпотезу тестуємо поряд з альтернативними гіпотезами $H_1: diff > 0$ (означає, що $\mu_a > \mu_b$) та $H_2: diff < 0$ (означає, що $\mu_a < \mu_b$).

По-друге, ми тестуємо нульову гіпотезу $H_0: diff = 0$, де $diff = \mu_b - \mu_c$, при цьому μ_b – це незважене середнє по групі країн b для перешкоди i , а μ_c – це відповідно незважене середнє по групі країн c для перешкоди i . Країни груп b та c – це відповідно країни ЦСЄ та країни Південно-Східної Європи. Якщо нульова гіпотеза

справджується, це означає, що $\mu_b = \mu_c$, тобто різниці в якості інституційного середовища в досліджуваних групах країн (по конкретній інституційній перешкоді i) немає. Нульову гіпотезу тестуємо поряд з альтернативними гіпотезами $H_1: diff > 0$ (означає, що $\mu_b > \mu_c$) та $H_2: diff < 0$ (означає, що $\mu_b < \mu_c$).

За таким самим принципом проводимо тести для порівняння інституційного середовища країн ЦСЄ з розвинутими країнами ЄС, а також країн ЦСЄ з країнами Південно-Східної Азії.

Тестування для $\mu_a = \mu_b$, коли σ_x та σ_y є невідомі, але $\sigma_x = \sigma_y$ обчислюється за формулою (1.4):

$$t = \frac{\bar{x} - \bar{y}}{\left\{ \frac{(n_x - 1)s_x^2 + (n_y - 1)s_y^2}{n_x + n_y - 2} \right\}^{1/2} \left(\frac{1}{n_x} + \frac{1}{n_y} \right)^{1/2}} \quad (1.4)$$

Результат розподілений за t – розподілом Стьюдента з $n_x + n_y - 2$ степенями вільності [137, с. 1996 - 2003].

І зрештою, ми тестуємо ті самі гіпотези, проте цього разу враховуючи контрольні змінні такі, як розмір акціонерного товариства чи підприємства іншої організаційної форми (мікро-, мале, середнє та велике), власність (державна, приватна вітчизняна та іноземна), розташування (столиця, місто та село), а також галузь (гірничо-видобувна промисловість, будівництво, виробництво, транспортування, нерухомість, а також готельний та ресторанный бізнес).

Відповідно, після цього робимо висновок про різницю в якості інституційного середовища досліджуваних груп країн та відповідний рівень статистичної значимості отриманих результатів.

Наступним методом дослідження, який ми використали в нашій роботі, є кореляційний аналіз, суть якого полягає у статистичному дослідженні залежності між випадковими величинами. Метою даного аналізу є визначення, чи існує істотна залежність однієї змінної від інших. Висновок про таку залежність робиться на основі отриманих кореляційних коефіцієнтів, а також рівня їх значущості.

Розрізняють різні види кореляційного аналізу, зокрема, парну та часткову кореляцію. В нашому випадку нас цікавитиме саме часткова кореляція, оскільки вона дозволяє обрахувати рівень кореляції однієї конкретної змінної (в нашому

випадку це приналежність підприємства до акціонерної форми власності) по відношенню до кожної змінної з виокремленого переліку (в нашому випадку це перелік зовнішніх інституційних перешкод) після видалення впливів всіх інших змінних з даного переліку. Припустимо, що ми хочемо визначити кореляцію між змінною y та такими змінними, як x_1, x_2, \dots, x_k . Часткова кореляція між y та x_1 це спроба оцінити, чи спостерігатиметься кореляція між y та x_1 за незмінності інших змінних (x_2, \dots, x_k). В програмі Stata ця функція розташована під назвою «*partial correlation*», скорочено *pcorr*.

Часткова кореляція між змінною y та кожною змінною із заданого переліку (x_1, x_2, \dots, x_k) обчислюється за формулою (1.5):

$$\frac{t}{\sqrt{t^2 + n - k}} \quad (1.5)$$

де t – це t -статистика, n – кількість спостережень, k – кількість незалежних змінних, включно з постійними, проте за виключенням пропущених змінних [136, с. 1306 – 1308].

Ще одним методом дослідження, який ми використали в нашій роботі, є пробіт модель. Пробіт моделі є різновидом економетричних моделей, які не піддаються дослідженню стандартними методами регресійного аналізу, оскільки містять дихотомічну залежну змінну. Іншими словами залежна змінна в таких моделях є бінарною, тобто може приймати лише два значення, наприклад 0 та 1 (точніше 0 та не 0).

Функція логарифмічної правдоподібності для пробіт-моделі має вигляд:

$$\ln L = \sum_{i \in S} w_i \ln \Phi(x_i \beta) + \sum_{i \notin S} w_i \ln\{1 - \Phi(x_i \beta)\} \quad (1.6)$$

де Φ – це кумулятивне нормальне, а w_i позначає необов'язкові ваги. Максимізація цієї функції дозволяє отримати обґрунтовані, асимптотично ефективні та асимптотично нормальні оцінки параметрів [137, с. 1404 – 1415].

Для пробіт-аналізу використовується стандартний нормальний розподіл для моделювання залежності $F(Z)$:

$$p_i = F(Z_i) \quad (1.7)$$

В даному випадку функція ймовірності залежить від змінної Z , яка в свою чергу залежить від обраних факторів:

$$Z = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \dots + \beta_k * X_k \quad (1.8)$$

Для оцінки параметрів використовується метод максимальної правдоподібності. Граничний ефект змінної X_i дорівнює похідній функції ймовірності по цій змінній:

$$\frac{\partial p}{\partial X_i} = \frac{dp}{dZ} \frac{\partial Z}{\partial X_i} = f(Z)\beta_i \quad (1.9)$$

Оскільки $f(Z)$ – це похідна функції стандартного нормального розподілу $F(Z)$, то вона виглядає наступним чином:

$$f(Z) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{1}{2}z^2}, \quad (1.10)$$

де Z – лінійна функція змінних, що визначають шукану ймовірність, $f(Z)$ – функція щільності розподілу [138, с. 14-17].

В нашому випадку, пробіт-моделі ми використовуватимемо для оцінки впливу внутрішніх інституційних чинників на показники ефективності діяльності акціонерних товариств в досліджуваних групах країн. Нами буде побудовано дві пробіт-моделі, залежними змінними в яких виступатимуть такі показники ефективності, як обсяги продаж (SALES) та основні засоби (FIXED_ASSETS). Відповідно, кожна з цих змінних може набувати лише двох значень. Так, зокрема, SALES = 1, якщо за останні 3 роки на підприємстві відбулося зростання продаж, 0 – інше (продажі зменшилися або залишилися без змін); FIXED_ASSETS = 1, якщо за останні 3 роки на підприємстві відбулося збільшення основних засобів, 0 - інше (основні засоби зменшилися або залишилися без змін).

Наступним методом, використаним в дисертаційній роботі є узагальнений метод найменших квадратів для моделі з випадковими ефектами (random-coefficients regression by GLS). Узагальнений метод найменших квадратів застосовують у тому випадку, коли використання звичайного методу найменших квадратів є неможливим через наявність гетероскедастичності, тобто значної розбіжності між випадковими відхиленнями ε_i у спостереженнях.

Існують певні тести, за допомогою яких можна виявити гетероскедастичність. До таких тестів належать тест рангової кореляції Спірмена, тест Гольдфельда-Квандта, тест Глейзера та тест Уайта.

Узагальнений метод найменших квадратів застосовується до перетворених даних і дозволяє отримати оцінки, які мають не тільки властивість незміщеності, але й мають найменші вибіркові дисперсії. На відміну від звичайного методу найменших квадратів, узагальнений метод враховує інформацію про неоднаковість дисперсії і тому здатний створити BLUE-оцінки.

Щоб продемонструвати як користуються узагальненим методом найменших квадратів, запишемо спершу модель простої лінійної регресії:

$$y_i = \beta_1 + \beta_2 x_2 + \varepsilon_i, \quad (1.11)$$

яку можемо перетворити наступним чином:

$$y_i = \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_2 + \varepsilon_i, \quad (1.12)$$

де $x_{1i} = 1$ для кожного i .

Припустимо, що наявна гетероскедастичність і всі дисперсії σ^2 відомі. Поділимо (1.12) на σ_i , та отримаємо:

$$\frac{y_i}{\sigma_i} = \beta_1 \frac{x_{1i}}{\sigma_i} + \beta_2 \frac{x_{2i}}{\sigma_i} + \vartheta_i, \quad (1.13)$$

де $\vartheta_i = \frac{\varepsilon_i}{\sigma_i}$ - випадкова похибка.

Перепишемо це рівняння у вигляді:

$$y_i^* = \beta_1^* x_{1i}^* + \beta_2^* x_2^* + \vartheta_i, \quad (1.14)$$

де зірочками позначені змінні, що поділені на σ_i .

Трансформація першої моделі (1.11) в даному випадку була здійснена для того, щоб дисперсія трансформованої помилки ϑ_i стала постійною величиною, тобто для моделі (1.14) зберігається припущення про гомоскедастичність, і ми можемо перейти до класичної регресійної моделі. Справді,

$$\text{var}(\vartheta_i) = E(\vartheta_i^2) = E\left(\frac{\varepsilon_i}{\sigma_i}\right)^2 = \frac{1}{\sigma_i^2} E(\varepsilon_i^2). \quad (1.15)$$

Ми припускали, що σ_i^2 - відомі, звідси маємо:

$$\frac{1}{\sigma_i^2} E(\varepsilon_i^2) = \frac{1}{\sigma_i^2} \sigma_i^2 = 1. \quad (1.16)$$

Тепер оцінки параметрів будуть BLUE-оцінками, відомими як УНК-оцінки. Процедура знаходження невідомих параметрів трансформованої моделі називається методом узагальнених найменших квадратів (УНК).

Для того, щоб отримати оцінки для β_1^* та β_2^* запишемо вибірковий аналог для моделі (1.14):

$$y_i^* = b_1^* x_{1i}^* + b_2^* x_{2i}^* + \vartheta_i \quad (1.17)$$

З метою знаходження невідомих параметрів за узагальненим методом найменших квадратів мінімізуємо:

$$\sum_{i=1}^n e_i^* = (y_i^* - b_0^* x_{0i}^* + b_1^* x_{1i}^*)^2 \quad (1.18)$$

або

$$\sum_{i=1}^n \left(\frac{e_i}{\sigma_i}\right)^2 = \left[\left(\frac{y_i}{\sigma_i}\right) - b_0^* \left(\frac{x_{0i}}{\sigma_i}\right) - b_1^* \left(\frac{x_{1i}}{\sigma_i}\right)\right]^2. \quad (1.19)$$

Після відповідних обрахунків УНК-оцінка для β_2 дорівнюватиме:

$$b_1^* = \frac{(\sum_{i=1}^n \gamma_i)(\sum_{i=1}^n \gamma_i x_i y_i) - (\sum_{i=1}^n \gamma_i x_i)(\sum_{i=1}^n \gamma_i y_i)}{(\sum_{i=1}^n \gamma_i)(\sum_{i=1}^n \gamma_i x_i^2) - (\sum_{i=1}^n \gamma_i x_i)^2}. \quad (1.20)$$

Дисперсія параметра дорівнює:

$$\text{var}(b_1^*) = \frac{(\sum_{i=1}^n \gamma_i)}{(\sum_{i=1}^n \gamma_i)(\sum_{i=1}^n \gamma_i x_i^2) - (\sum_{i=1}^n \gamma_i x_i)^2}, \quad (1.21)$$

де $\gamma_i = 1/\sigma_i^2$.

Відповідно, різниця між звичайним та узагальненим методом найменших квадратів полягає в тому, що в першому випадку невідомі параметри знаходяться шляхом мінімізації суми квадратів відхилень фактичних значень від теоретичних.

Для простої лінійної регресії маємо:

$$\sum_{i=1}^n e_i^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - b_0 - b_1 x_i)^2 \rightarrow \min. \quad (1.22)$$

В узагальненому методі найменших квадратів мінімізується вираз:

$$\sum_{i=1}^n \gamma_i e_i^2 = \sum_{i=1}^n \gamma_i (y_i - b_0^* - b_1^* x_i)^2, \quad (1.23)$$

де $\gamma_i = 1/\sigma_i^2$ [139, с. 4].

Крім того, слід обґрунтувати, чому в роботі використано узагальнений метод найменших квадратів саме для моделі з випадковими ефектами, а не для моделі з ефектами фіксованими. Справа полягає в тому, що моделі з фіксованими ефектами використовують в тому випадку, коли вибрані одиниці спостережень складають всю або значну частину невеликої популяції (країни, великі компанії, галузі). В таких випадках наголос часто робиться на відмінностях між одиницями спостережень. Якщо сукупність одиниць спостережень утворюється як вибірка з великої популяції і наголос робиться на граничних ефектах пояснюючих змінних, перевагу слід віддати моделі з випадковими ефектами [140, с. 129-133].

Проте, слід також враховувати той факт, що модель з випадковими ефектами спирається на припущення про некорельованість α_i з x_{it} в формулі:

$$y_{it} = \mu + x_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}, \quad (1.24)$$

де y_{it} – залежна змінна для i -го об'єкту в момент часу t ;

x_{it} – набір незалежних змінних;

β – вектор параметрів моделі;

μ – константа;

α_i – випадкова помилка, яка інваріантна за часом до кожного об'єкту.

ε_{it} – похибка.

Якщо це припущення не підтверджується, то слід користуватись моделлю з фіксованими ефектами. Нульова гіпотеза, що α_i з x_{it} некорельовані перевіряється за допомогою критерія Хаусмана [140, с. 129-133]:

$$\xi_n = (\widehat{\beta}_{\Phi\Xi} - \widehat{\beta}_{\text{СЭ}})' [\widehat{V}\{\widehat{\beta}_{\Phi\Xi}\} - \widehat{V}\{\widehat{\beta}_{\text{СЭ}}\}]^{-1} (\widehat{\beta}_{\Phi\Xi} - \widehat{\beta}_{\text{СЭ}}), \quad (1.25)$$

де \widehat{V} -позначають оцінки істинних коваріаційних матриць.

Якщо нульова гіпотеза вірна, статистика Хаусмана має асимптотичний розподіл χ^2 -квадрат з K -степенями свободи, де K -кількість параметрів у векторі β [141, с. 511-514].

Підсумовуючи, слід зазначити, що використання описаних вище методів дослідження в другому та третьому розділах дисертаційної роботи надасть нам можливість отримати обґрунтовані висновки про особливості та важливість інституційного середовища в діяльності акціонерних товариств та ринку акціонерного капіталу загалом.

Висновки до розділу 1

Незважаючи на досить широке використання в економічній літературі поняття «ринок акціонерного капіталу», чітке визначення цього терміну й досі відсутнє. На нашу думку, ринок акціонерного капіталу – це ринок, 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, тип фінансової системи, макроекономічні показники та інституційні чинники.

В розвинутих європейських країнах ринок акціонерного капіталу виник з потреб реального сектора 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 підґрунття для подальшого розвитку цих ринків в 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.

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.

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.

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

Основні наукові результати розділу опубліковані у працях [60], [90], [119].

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ОСОБЛИВОСТЕЙ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ У КРАЇНАХ ЦСЄ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

2.1. Особливості інституційного середовища акціонерних товариств у країнах ЦСЄ в умовах євроінтеграції

Формування привабливого інституційного середовища є показником ефективності інституційних реформ та створює засади для успішного розвитку як окремих акціонерних товариств, так і ринку акціонерного капіталу загалом. Виміряти якість інституційного середовища, як було зазначено вище, можна за допомогою низки показників, які характеризують як ефективність державного управління, так і рівень правового захисту прав власності та дотримання встановлених законів.

Для отримання загального уявлення про інституційне середовище підприємств в країнах ЦСЄ та визначення найбільш проблемних його аспектів досить показовим є, на нашу думку, аналіз індексу легкості ведення бізнесу [112] та індексу економічної свободи [113] (табл. 2.1, 2.2, 2.3).

З таблиці 2.1 можемо побачити, що найкраща ситуація з поміж країн ЦСЄ за показником легкості ведення бізнесу спостерігається в Литві, яка станом на 2014 рік посідає 17 місце серед усіх країн світу. При цьому найбільші перешкоди для бізнесу в Литві стосуються підключення до системи електропостачання, захисту інвесторів, оподаткування та процедури банкрутства (табл. 2.2). Подібною є ситуація і в інших країнах Балтії.

Найбільш наближеною за індексом ведення бізнесу до країн Балтії є Словенія, яка займає 33 місце і потребує вирішення проблеми кредитування (табл. 2.2). Найменших успіхів серед країн ЦСЄ, які стали членами ЄС, досягла Чехія, яка за показником легкості ведення бізнесу в 2014 році перебуває на 75 місці. Найбільшими проблемами для підприємств Чехії є реєстрація бізнесу, підключення до системи електропостачання та оподаткування, до значних проблем належать

також захист інвесторів, отримання дозволів на будівництво, забезпечення виконання контрактів, міжнародна торгівля та кредитування (табл. 2.2). В той самий час, Польща, як країна з найбільш розвинутим фондовим ринком та ринком акціонерного капіталу в регіоні, станом на 2014 рік за легкістю ведення бізнесу посідає 45 місце, випереджаючи такі країни, як Словаччина (49 місце), Угорщина (54 місце) та Чехія. При цьому основні проблеми для бізнесу в Польщі є такими самими, як і в Чехії (табл. 2.2).

Таблиця 2.1

Індекс легкості ведення бізнесу та рівень економічної свободи в країнах ЦСЄ та деяких розвинутих країнах світу в 2014 році

Країна	ІЛВБ* (2014)	ІЛВБ (2013)	Приналежність країни до групи за ІЕС**	Місце країни за ІЕС	ІЕС (2014)	ІЕС (1995)
Країни ЦСЄ						
Польща	45	48	помірно вільна	50	67	50,7
Чехія	75	68	переважно вільна	26	72,2	67,8
Угорщина	54	52	помірно вільна	51	67	55,2
Словенія	33	31	помірно вільна	74	62,7	50,4***
Словаччина	49	43	помірно вільна	57	66,4	60,4
Литва	17	25	переважно вільна	21	73	49,7***
Естонія	22	21	переважно вільна	11	75,9	65,2
Латвія	24	24	помірно вільна	42	68,7	55,0***
Пострадянські країни						
Україна	112	140	пригнічена (деспотична)	155	49,3	39,9
Росія	92	112	переважно невольна	140	51,9	51,1
Розвинуті країни світу						
США	4	4	переважно вільна	12	75,5	76,7
Великобританія	10	11	переважно вільна	14	74,9	77,9
Німеччина	21	19	переважно вільна	18	73,4	69,8

Примітка: * - індекс легкості ведення бізнесу (даний рейтинг коливається від 1 до 189; чим вище знаходиться країна в даному рейтингу, тим сприятливішим є середовище країни для ведення бізнесу); ** - індекс економічної свободи, за яким країни поділяються на наступні групи: вільні (ІЕС знаходиться в межах від 100 до 80), переважно вільні (79,9 - 70), помірно вільні (69,9 - 60), переважно невольні (59,9 - 50), пригнічені (деспотичні) (49,9 - 0); *** - дані за 1996 рік.

Джерело: сформовано автором на основі джерел [112], [113].

Для порівняння варто також згадати й про ситуацію в Україні. Станом на 2014 рік за легкістю ведення бізнесу Україна вийшла на 112 місце порівняно зі 140

місцем у 2013 році. Найбільшими проблемами для ведення бізнесу в нашій країні є підключення до системи електропостачання, рівень оподаткування, процедура банкрутства, ведення міжнародної торгівлі, захист інвесторів, а також реєстрація прав власності (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Складові індексу легкості ведення бізнесу в країнах ЦСЄ та деяких розвинутих країнах світу в 2014 році

Країна	Реєстрація підприємств	Отримання дозволів на будівництво	Підключення до системи електропостачання	Реєстрація власності	Кредитування	Захист інвесторів	Оподаткування	Міжнародна торгівля	Забезпечення виконання контрактів	Процедура банкрутства
Країни ЦСЄ										
Польща	116	88	137	54	3	52	113	49	55	37
Чехія	146	86	146	37	55	98	122	68	75	29
Угорщина	59	47	112	45	55	128	124	70	15	70
Словенія	38	59	32	83	109	14	54	48	52	41
Словаччина	108	53	65	11	42	115	102	108	65	38
Литва	11	39	75	6	28	68	56	15	17	44
Естонія	61	38	56	15	42	68	32	7	26	66
Латвія	57	79	83	33	3	68	49	17	21	43
Пострадянські країни										
Україна	47	41	172	97	13	128	164	148	45	162
Росія	34	156	143	12	61	100	49	155	14	65
Розвинуті країни світу										
США	20	34	13	25	3	6	64	22	11	17
Великобританія	28	27	74	68	1	10	14	16	56	7
Німеччина	111	12	3	81	28	98	89	14	5	13

Примітка: чим ближчими є показники складових індексу ведення бізнесу до 1, тим сприятливішою є ситуація для підприємств даної країни.

Джерело: сформовано автором на основі джерела [112].

На жаль, індекс легкості ведення бізнесу доступний лише за 2013 – 2014 роки, відповідно це не дає можливості прослідкувати динаміку його зміни та зробити висновки щодо напрямків покращення інституційного середовища діяльності підприємств досліджуваної групи країн. На основі доступних даних можемо лише констатувати той факт, що найбільш наближеним до розвинутих країн світу за цим індексом є інституційне середовище країн Балтії (табл. 2.1).

**Складові індексу економічної свободи в країнах ЦСЄ та деяких розвинутих
країнах світу в 2014 році**

Країна	Верховенство права		Бюджетні обмеження		Ефективність регулювання			Відкритість ринків		
	Права власності	Корупція	Державні видатки	Фіскальна свобода	Свобода бізнесу	Ринок праці	Монетарна свобода	Торгівля	Інвестиції	Фінансовий ринок
Країни ЦСЄ										
Польща	60	54,8	43,2	76,1	70,1	60,4	77,8	87,8	70	70
Чехія	70	45,3	43,8	81,7	70,1	84	79,4	87,8	80	80
Угорщина	60	48,6	26,8	81,1	79,3	65,7	75,6	87,8	75	70
Словенія	60	61	22,6	58,9	85,4	51	80,3	87,8	70	50
Словаччина	50	41,8	56	80,2	67	53,6	78,1	87,8	80	70
Литва	60	49,9	55,9	92,9	85,7	59	78,6	87,8	80	80
Естонія	90	64,2	56	80,4	77,6	55,9	76,9	87,8	90	80
Латвія	50	43,6	54,9	84,6	82,5	68,5	79,7	87,8	85	50
Пострадянські країни										
Україна	30	21,9	37,5	79,1	59,8	49,8	78,7	86,2	20	30
Росія	25	22,1	61,5	85,6	70	55,8	69,4	74,6	25	30
Розвинуті країни світу										
США	80	72	48,1	65,8	89,2	97,2	75,4	86,8	70	70
Великобританія	90	76,4	29,5	56,6	92	73,1	73,5	87,8	90	80
Німеччина	90	80,1	38,2	61,2	89,9	46,4	80,8	87,8	90	70

Примітка: показники, наведені в таблиці, коливаються від 0 до 100. Чим ближчими вони є до 100, тим кращою є ситуація в країні за кожною конкретною складовою індексу економічної свободи.

Джерело: сформовано автором на основі джерела [113].

Наступним, досить важливим показником якості сформованих інститутів в країнах світу є індекс економічної свободи (табл. 2.1, 2.3). За цим показником такі країни, як Естонія, Литва та Чехія демонструють такі самі результати, як і обрані нами для порівняння розвинуті країни світу (США, Великобританія та Німеччина). Це можна пояснити специфікою обрахунку даного індексу, оскільки значна його частка формується на основі показників свободи переміщення капіталу та робочої сили, а також рівня бюджетних обмежень, за якими країни ЦСЄ є дуже подібними до обраних розвинутих країн світу, оскільки є членами ЄС (табл. 2.3).

Єдину значиму різницю між країнами ЦСЄ та обраними розвинутими країнами світу можемо побачити лише за такими показниками верховенства права,

як захист прав власності та свобода від корупції. В цьому випадку єдиною країною ЦСЄ, яка досягла рівня США, Великобританії та Німеччини є Естонія (табл. 2.3). Найгіршою ж за цими показниками є ситуація в Україні.

Аналізуючи динаміку індексу економічної свободи протягом 1995 – 2014 років, можемо зробити висновок щодо наявності загальної тенденції до зростання економічної свободи як в країнах ЦСЄ, які є членами ЄС, так і в Україні (табл. 2.1). Зі щорічними показниками індексу економічної свободи можна ознайомитися в додатку I, таблиця I.2.3.

Проте, для того, щоб проаналізувати проблеми інституційного середовища діяльності акціонерних товариств описаних вище показників є недостатньо, оскільки:

- по-перше, як індекс легкості ведення бізнесу, так і індекс економічної свободи стосуються не конкретно акціонерних товариств, а всіх підприємств певної країни загалом;
- по-друге, індекс легкості ведення бізнесу стосується лише малих та середніх підприємств.

В цьому контексті, вважаємо, що аналіз інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств на основі показників бази даних BEEPS буде позбавлений недоліків, притаманних згаданим вище індексам.

Статистичні дані, представлені в Звітах про бізнес-середовище та ефективність підприємств (BEEPS), сформовані ЄБРР спільно зі Світовим банком на основі результатів опитування підприємств низки країн з перехідною економікою в 1999, 2002, 2005, 2009 та 2013 роках, а також 9 неперехідних країн в 2004 році. Показники бази даних BEEPS дадуть нам можливість проаналізувати якість інституційного середовища саме акціонерних товариств досліджуваної групи країн за період з 2000 по 2013 рік, враховуючи показники як малих та середніх, так і великих підприємств. Іншими словами, на основі цих звітів ми зможемо оцінити якість реформ, спрямованих на усунення перешкод, що стримують інвестиції, а також якість формальних та неформальних інституцій, яка впливає на особливості функціонування та ефективність акціонерних товариств. Так, зокрема, ми зможемо

порівняти якість судової системи, ефективність взаємодії підприємства з органами управління, рівень корупції та злочинності, складність доступу до фінансування та якість функціонування ринку праці, якість інфраструктури, рівень макроекономічної та політичної нестабільності, рівень конкуренції [142, с. 4-5]. Аналіз цих категорій дасть нам можливість зробити висновки щодо шляхів та рівнів імплементації формальних інститутів.

Варто відзначити, що база даних BEEPS побудована на основі не об'єктивних, кількісних показників, а на основі суб'єктивних показників, які віддзеркалюють сприйняття менеджерами бізнес-середовища в країні.

До вибірки, представленої у звітах BEEPS, потрапили комерційні та промислові підприємства, а також підприємства задіяні в сфері послуг, які нараховують щонайменше 5 зайнятих на повну ставку працівників. Розподіл вибірки між виробничими підприємствами та підприємствами сфери послуг визначався відповідно до частки кожного з цих секторів у ВВП досліджуваної країни. В опитуванні не приймав участі державний та комунальний сектор, зокрема, військові частини, поліція, заклади освіти та науки, охорони здоров'я та інші установи, що безпосередньо отримують державне фінансування, а також підприємства первинного сектору економіки, зокрема, сільськогосподарські [142, с. 5]. До вибірки не потрапили також підприємства, які підпадають під державне цінове регулювання та пруденційний нагляд, зокрема, банки, підприємства електроенергетики, залізниці, підприємства, пов'язані з водопостачанням та водоочищенням [142, с. 5].

Загалом галузевий розподіл підприємств, які прийняли участь в опитуванні має наступний вигляд: виробництво (всі сектори відповідно до класифікації ISIC редакції 3.1., група D) та будівництво (група F)), промисловість (гірничовидобувна (група C), сфера послуг (транспортування, складування та зв'язок (група I); гуртова та роздрібна торгівля, ремонтні послуги (група G); операції з нерухомістю та консалтингові послуги (група K) (виключена з вибірки у 2009 році); готельний та ресторанний бізнес; надання інших комунальних, соціальних та персональних послуг (група O, окремі підгрупи)) [135].

В нашому дослідженні ми використали дані зі звітів за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки по 41 країні. Країни були поділені на 5 груп:

- країни ЦСЄ (Польща, Словаччина, Словенія, Угорщина, Чехія (протягом 2000-2009 років), Естонія, Латвія та Литва) протягом 2000-2013 років;
- пострадянські країни (Білорусія, Грузія, Таджикистан, Україна, Узбекистан, Росія, Казахстан, Молдова, Азербайджан, Вірменія, Киргизстан) протягом 2000-2013 років;
- країни Південно-Східної Європи (Болгарія, Албанія, Хорватія, Туреччина, Румунія, Боснія і Герцеговина, Македонія, Югославія (з 2006 року Сербія та Чорногорія), а також Косово (у звітах за 2009 та 2013 роки)) протягом 2000-2013 років;
- розвинуті країни Європи (Іспанія та Ірландія (протягом 2002-2005 років), а також Німеччина, Греція та Португалія (протягом 2001-2004 років));
- країни Південно-Східної Азії (Південна Корея та В'єтнам протягом 2001 – 2004 років, Лаос та Китай протягом 2009 – 2012 років, Непал та Бангладеш протягом 2010 – 2013 років, а також М'янма протягом 2011 – 2014 років).

До інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств нами було віднесено: складність доступу до фінансування та його вартість (у вигляді процентної ставки); проблеми з телекомунікаціями, електроенергією, транспортом, доступом до землі, забезпеченням права власності на землю та лізингу землі; податкові ставки; незадовільне податкове адміністрування; митні та торговельні правила; ліцензування бізнесу (отримання дозволів на проведення діяльності); недосконале трудове законодавство; недостатні здібності та освіта працівників; невизначеність економічної політики; макроекономічна нестабільність (інфляція, процентні ставки); неналежне функціонування судів; корупція; злочинність; організована злочинність (мафія); антиконкурентна поведінка; порушення умов контракту; політична нестабільність.

Показники інституційних перешкод в базі даних за 2002-2005 роки представлені у вигляді індексів від 1 до 4, де 1 означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 2 - обраний показник є незначною

перешкодою для підприємства, 3 - помірна (середня) перешкода, 4 - значна (велика) перешкода. Для 2009-2013 років показники інституційних перешкод зведені нами до індексів від 0 до 4, де 0 означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 - обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 - помірна (середня) перешкода, 3 - значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода. На основі показників, представлених в базі даних BEEPS, до акціонерних товариств ми віднесли як відкриті, так і закриті акціонерні товариства. До підприємств інших організаційних форм в нашому дослідженні належать фізичні особи підприємці, а також юридичні особи підприємці, зокрема, кооперативи, товариства з обмеженою відповідальністю та інші.

Щоб отримати, на основі присутніх в базі даних BEEPS показників, повну картину інституційних перешкод, характерних для акціонерних товариств в досліджуваних групах країн слід обрахувати та порівняти середні значення обраних інституційних перешкод. Проведення тесту на статистичну значимість зважених та незважених середніх значень обраних інституційних перешкод дозволить нам порівняти ситуацію, яка склалася в країнах ЦСЄ в 2002-2013 роках з ситуацією в пострадянських країнах та країнах Південно-Східної Європи.

Для проведення такого аналізу використаємо підхід Л. Кркоска та К. Робек [120]. Різниця між нашими дослідженнями полягатиме, по-перше, в об'єкті дослідження, оскільки, в нашому випадку, це акціонерні товариства, а не всі підприємства загалом, по-друге, в досліджуваних групах країн, а, по-третє, в періоді дослідження. В праці Л. Кркоска та К. Робек дослідження було проведено на основі звітів лише за 2004-2005 рік для Східної та Західної Німеччини та країн Центральної Європи, в нашому ж випадку це звіти за 2002, 2004-2005, 2009, а також 2013 рік для значно ширшої вибірки країн.

Незважені середні значення обраних інституційних перешкод для країн ЦСЄ, пострадянських країн та країн Південно-Східної Азії в 2002-2013 роках представлені в додатках (див. додаток А, таблиці А.2.1 – А.2.6).

Обраховані незважені середні значення для 2002 та 2005 років розподілимо на такі рівні:

- 1) рівень 1 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких > 3 ;
- 2) рівень 2 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких знаходиться в інтервалі від 2,5 до 3;
- 3) рівень 3 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких знаходиться в інтервалі від 2 до 2,5;
- 4) рівень 4 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких < 2 .

Обраховані незважені середні значення для 2009 та 2013 років розподілимо на такі рівні:

- 1) рівень 1 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких > 2 ;
- 2) рівень 2 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких знаходиться в інтервалі від 1,5 до 2;
- 3) рівень 3 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких знаходиться в інтервалі від 1 до 1,5;
- 4) рівень 4 – інституційні перешкоди, середнє значення по яких < 1 .

Згідно з результатами проведеного аналізу протягом 2002-2013 років в країнах ЦСЄ на рівні 1 не знаходилась жодна інституційна перешкода (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Рейтинг та динаміка інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ в 2002-2013 роках

	2002	2005	2009*	2013*
Рівень 1	0	0	1	0
Рівень 2	4	1	2	1
Рівень 3	10	10	10	2
Рівень 4	7	10	2	12
Загалом	21	21	15	15

Примітка: * - для обрахунку середніх значень значимості інституційних перешкод за 2009 та 2013 роки використана інша шкала даних ніж за 2002 та 2005 роки, тому провести порівняння між цими роками досить складно. Крім того, в 2002-2005 та 2009-2013 роках різним є як кількісний, так і якісний склад досліджуваних інституційних перешкод.

Джерело: сформовано автором на основі таблиці А.2.1.

Крім того, якщо у 2002 році на рівні 2 перебували 4 інституційні перешкоди, то в 2005 році лише одна. Кількість інституційних перешкод, що потрапили на

рівень 3 протягом цих років не змінилася, проте змінився їх якісний склад. Більшість інституційних перешкод з рівня 1 у 2002 році потрапили на рівень 2 у 2005 році, відповідно деякі інституційні перешкоди, що знаходились на рівні 3 в 2002 році перемістилися відповідно на рівень 4 в 2005 році (табл. 2.4). Тобто, протягом 2002-2005 років загалом простежується позитивна динаміка зміни інституційного середовища акціонерних товариств досліджуваної групи країн. Аналогічна позитивна тенденція є характерною й для 2009-2013 років. Провести ж порівняння, зокрема, між 2005 та 2009 роком досить складно, оскільки середні значення значимості інституційних перешкод за 2009-2013 та 2002-2005 роки обраховані на основі різних шкал значимостей цих перешкод.

Розглянемо якісний склад описаних нами чотирьох рівнів інституційних перешкод. В 2002 році на рівень 2 потрапили такі 4 інституційні перешкоди, як податкові ставки, невизначеність економічної політики, макроекономічна нестабільність та порушення умов контракту. Саме ці перешкоди створювали в середньому найбільше незручностей у функціонуванні акціонерних товариств країн ЦСЄ. На рівень 3 у 2002 році потрапили відповідно незадовільне податкове адміністрування, антиконкурентна поведінка, вартість фінансування, неналежне функціонування судів, складність доступу до фінансування, корупція, недостатні здібності та освіта працівників, митні та торговельні правила, недосконале трудове законодавство, а також ліцензування бізнесу та отримання дозволів. На рівень 4 потрапили відповідно решта 7 інституційних перешкод, обраних нами для аналізу, зокрема, злочинність, організована злочинність, проблеми з забезпеченням права власності на землю та лізингу землі, проблеми з доступом до землі, транспортом, електроенергією та телекомунікаціями.

Відповідно в 2005 році можемо спостерігати покращення інституційного середовища діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, оскільки на рівень 2 потрапила лише одна інституційна перешкода під назвою «податкові ставки». На рівень 3 потрапили відповідно: невизначеність економічної політики; макроекономічна нестабільність; порушення умов контракту, незадовільне податкове адміністрування, вартість фінансування; неналежне функціонування

судів; недостатні здібності та освіта працівників; корупція; недосконале трудове законодавство. Рівень 4 поповнився такими трьома перешкодами, як складність доступу до фінансування, митні та торгівельні правила, ліцензування бізнесу.

У 2009 році в середньому найбільш значимою інституційною перешкодою діяльності акціонерних товариств були податкові ставки, які відповідно потрапили на рівень 1. До рівня 2 увійшли такі 2 інституційні перешкоди, як: недостатні здібності та освіта працівників, а також політична нестабільність. На рівні 3 опинилися відповідно такі 10 інституційних перешкод, як складність доступу до фінансування, проблеми з електроенергією та транспортом, незадовільне податкове адміністрування, ліцензування бізнесу та отримання дозволів, недосконале трудове законодавство, неналежне функціонування судів, корупція, антиконкурентна поведінка та злочинність. На рівень 4 потрапили лише 2 інституційні перешкоди, зокрема, проблеми з доступом до землі, а також митні та торгівельні правила.

Для 2013 року, порівняно з 2009, характерним є значне покращення інституційного середовища діяльності акціонерних товариств. Найбільш значимою перешкодою й надалі залишаються податкові ставки, які тепер вже належать до рівня 2. До рівня 3 тепер входять лише дві перешкоди, а саме: політична нестабільність та незадовільне податкове адміністрування. Всі решта інституційні перешкоди розташувалися, відповідно, на рівні 4 та відносяться до незначних перешкод діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ.

Для більш наочного сприйняття основні інституційні перешкоди діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2002-2013 років сформуємо в наступну таблицю (табл. 2.5).

Охарактеризувавши основні інституційні перешкоди діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2002-2013 років, перейдемо до порівняння інституційного середовища діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ з відповідним середовищем в пострадянських країнах та країнах Південно-Східної Європи на основі тесту на статистичну значимість зважених та незважених середніх значень обраних показників.

Найбільш значимі інституційні перешкоди діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2002-2013 років

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: в таблицю сформовано по чотири найбільш значимі інституційні перешкоди діяльності акціонерних товариств в кожному році.

Джерело: сформовано автором на основі таблиці А.2.1.

Перш за все, ми тестуємо нульову гіпотезу $H_0: \mu_a = \mu_b$, де μ_a – це незважене середнє по групі країн а для перешкоди і, а μ_b - це незважене середнє по групі країн b для перешкоди і. Ми тестуємо нульову гіпотезу поряд з альтернативною гіпотезою $H_1: \mu_a > \mu_b$. Країни груп а та b – це відповідно пострадянські країни та країни ЦСЄ. По-друге, ми тестуємо нульову гіпотезу $H_0: \mu_b = \mu_c$, де μ_b - це незважене середнє по групі країн b для перешкоди і, а μ_c – це відповідно незважене середнє по групі країн c для перешкоди і. Ми тестуємо нульову гіпотезу поряд з альтернативною гіпотезою $H_1: \mu_b < \mu_c$. Країни груп b та c – це відповідно країни ЦСЄ та країни Південно-Східної Європи. І зрештою, ми тестуємо ті самі гіпотези, проте цього разу враховуючи контрольні змінні такі, як розмір акціонерного товариства чи підприємства іншої організаційної форми (мікро-, мале, середнє та велике), власність (державна, приватна вітчизняна та іноземна), розташування (столиця, місто та село), а також галузь (гірничо-видобувна промисловість, будівництво, виробництво, транспортування, нерухомість, а також готельний та ресторанний бізнес).

Загалом нами було проведено 168 тестів на основі незважених середніх по групах країн окремо для акціонерних товариств та групи підприємств інших організаційних форм в 2002-2005 роках, 120 таких самих тестів для даних за 2009-

2013 роки, а також така сама кількість тестів на основі середніх по групах країн (знову ж таки, окремо для акціонерних товариств та групи підприємств інших організаційних форм), включаючи зазначені вище контрольні змінні за ті ж роки. Проте, в роботі ми вважаємо за доцільне представити результати, отримані на основі звичайних середніх значень, оскільки використання контрольних змінних значно обмежувало розмір вибірки і, відповідно, впливало на статистичну значимість отриманих результатів та ускладнювало їх достовірну інтерпретацію.

Аналізувати отримані результати будемо відповідно до ступеню незручності, який створюють інституційні перешкоди в процесі функціонування акціонерних товариств країн ЦСЄ, починаючи з найбільш проблематичних. Крім того, маємо можливість порівняти інституційні перешкоди, притаманні акціонерним товариствам, з перешкодами, притаманними підприємствам інших організаційних форм.

З метою певної систематизації отриманих даних досліджувані інституційні перешкоди розділимо на такі групи:

- 1) якість державного управління (незадовільне податкове адміністрування, податкові ставки, митні та торговельні правила, ліцензування бізнесу та отримання дозволів);
- 2) макроекономічна та політична нестабільність, невизначеність економічної політики;
- 3) якість судової системи та дотримання формальних норм (неналежне функціонування судів, корупція, антиконкурентна поведінка, порушення умов контракту, злочинність, організована злочинність);
- 4) інфраструктура (проблеми з телекомунікаціями, електроенергією, транспортом);
- 5) доступ та вартість факторів виробництва (складність доступу до фінансування, вартість фінансування, проблеми з доступом до землі, правом власності на землю та лізингом землі);
- 6) ринок праці (недосконале трудове законодавство, недостатні здібності та освіта працівників).

Інституційні перешкоди розміщено в таблицях 2.6 – 2.9, починаючи від найбільш і закінчуючи найменш проблематичними для акціонерних товариств країн ЦСЄ в кожній з визначених вище груп.

Таблиця 2.6

Порівняльний аналіз інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та країнах Південно-Східної Європи в 2002 році

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи
Якість державного управління					
Податкові ставки	2,89 (2,57)	> (<***)	2,82 (2,75)	>*** (~)	2,71 (2,74)
Незадовільне податкове адміністрування	2,72 (2,64)	>*** (>***)	2,41 (2,32)	>*** (<***)	2,23 (2,43)
Митні та торговельні правила	2,33 (1,93)	>*** (>*)	2,08 (1,86)	> (<)	1,95 (1,90)
Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	2,34 (1,95)	>*** (>***)	2,00 (1,78)	< (<***)	2,09 (1,95)
Макроекономічна нестабільність та невизначеність економічної політики					
Невизначеність економічної політики	3,04 (2,65)	>*** (<*)	2,66 (2,71)	<*** (<***)	3,01 (3,05)
Макроекономічна нестабільність	3,07 (2,64)	>*** (>***)	2,65 (2,53)	<*** (<***)	2,86 (2,95)
Якість судової системи та дотримання формальних норм					
Порушення умов контракту	2,24 (1,99)	<*** (<***)	2,55 (2,22)	>*** (<)	2,25 (2,27)
Антиконкурентна поведінка	2,11 (1,97)	<*** (<***)	2,36 (2,24)	< (<***)	2,40 (2,47)
Неналежне функціонування судів	1,99 (1,77)	<*** (<***)	2,15 (1,93)	<*** (<***)	2,26 (2,22)
Корупція	2,33 (2,09)	>*** (>***)	2,13 (1,97)	<*** (<***)	2,35 (2,40)
Доступ та вартість факторів виробництва					
Вартість фінансування	2,59 (2,39)	~*** (<*)	2,35 (2,46)	<*** (<*)	2,58 (2,55)
Складність доступу до фінансування	2,26 (2,25)	>*** (>*)	2,15 (2,18)	<*** (<***)	2,31 (2,34)

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002 рік.

Крім того, слід ще раз наголосити на тому, що отримані результати характеризують значимість різниці лише між двома групами країн, зокрема країнами ЦСЄ та пострадянськими країнами, або країнами ЦСЄ та країнами

Південно-Східної Європи, і не відображають повною мірою різницю (точніше, значимість різниці) між інституційним середовищем пострадянських країн та країн Південно-Східної Європи.

Отже, найбільші незручності протягом 2002-2013 років акціонерним товариствам країн ЦСЄ створювали податкові ставки. Крім того, в 2002-2005 роках акціонерні товариства країн ЦСЄ найсильніше потерпали від таких інституційних перешкод, як невизначеність економічної політики, макроекономічна нестабільність та порушення умов контракту, а в 2009-2013 роках від політичної нестабільності, недостатніх здібностей та освіти працівників, незадовільного податкового адміністрування (табл. 2.5), а також антиконкурентної поведінки (табл. А.2.1). Відповідно, пропонуємо розпочати аналіз інституційного середовища саме з цих інституційних перешкод.

Оскільки показник «податкові ставки» є найпроблематичнішим серед інституційних перешкод для акціонерних товариств країн ЦСЄ, першою розглянемо саме ту групу інституційних перешкод, до якої потрапив цей показник, а саме «якість державного управління». Важливість цієї групи інституційних перешкод важко недооцінити, адже, за словами Л. Кркоска та К. Робек, «взаємодія підприємств, зокрема, акціонерних товариств, з державними посадовими особами може стати перепорою для розвитку підприємництва у випадку, коли фірмам доведеться витратити велику кількість часу на спілкування з державними чиновниками щодо застосування та тлумачення різних законів та правил, а також велику кількість різноманітних перевірок» [120, с. 4-5].

Відповідно з таблиці 2.6 бачимо, що в 2002 році в країнах ЦСЄ інституційне середовище акціонерних товариств за такими показниками, як податкові ставки, незадовільне податкове адміністрування, митні та торговельні правила, а також ліцензування бізнесу та отримання дозволів було кращим за відповідне середовище в пострадянських країнах.

З іншої сторони, якщо порівнювати країни ЦСЄ та країни Південно-Східної Європи, то останні вигравали майже за всіма показниками інституційного середовища, що належать до групи «якість державного управління», окрім

ліцензування бізнесу. Показники по підприємствам інших організаційних форм в переважній більшості випадків є кращими за показники інституційного середовища акціонерних товариств.

В 2005 році якість державного управління щодо акціонерних товариств країн ЦСЄ покращилася за всіма показниками (табл. 2.7), для підприємств інших організаційних форм вона ж навпаки переважно погіршилася.

Таблиця 2.7

Порівняльний аналіз інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та країнах Південно-Східної Європи в 2005 році

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи
Якість державного управління					
Податкові ставки	2,59 (2,60)	< (<***)	2,62 (3,00)	< (>***)	2,69 (2,64)
Незадовільне податкове адміністрування	2,44 (2,44)	> (<***)	2,36 (2,60)	< (>***)	2,55 (2,29)
Митні та торговельні правила	2,04 (1,84)	> (>)	1,85 (1,83)	< >	2,02 (1,80)
Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	2,15 (1,94)	> (>***)	1,78 (1,80)	< (<***)	2,22 (1,91)
Макроекономічна нестабільність та невизначеність економічної політики					
Невизначеність економічної політики	2,51 (2,23)	> (<***)	2,48 (2,59)	< (<***)	2,72 (2,65)
Макроекономічна нестабільність	2,48 (2,30)	> (<***)	2,40 (2,54)	< (<)	2,80 (2,60)
Якість судової системи та дотримання формальних норм					
Порушення умов контракту	1,95 (1,84)	< (<***)	2,40 (2,27)	> (>)	2,35 (2,24)
Антиконкурентна поведінка	2,08 (2,03)	< (<***)	2,26 (2,34)	< (<***)	2,44 (2,46)
Неналежне функціонування судів	1,89 (1,79)	< (<***)	2,08 (2,00)	< (<***)	2,43 (2,20)
Корупція	2,06 (2,05)	> (>***)	2,03 (1,93)	< (<***)	2,50 (2,27)
Доступ та вартість факторів виробництва					
Вартість фінансування	2,25 (2,39)	> (<***)	2,18 (2,58)	< (>***)	2,55 (2,47)
Складність доступу до фінансування	2,02 (2,15)	> (<***)	1,96 (2,36)	< (>***)	2,27 (2,21)

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2005 рік.

Порядок розташування показників інституційних перешкод в країнах ЦСЄ порівняно з 2002 роком не змінився. Крім того, в 2005 році інституційне середовище акціонерних товариств країн ЦСЄ було найсприятливішим серед досліджуваних груп країн. Таку ситуацію для акціонерних товариств країн ЦСЄ можна пояснити набуттям цими країнами в 2004 році членства в ЄС.

З таблиць 2.8 та 2.9 бачимо, що станом на 2009 та 2013 роки податкові ставки залишаються й надалі найбільшою інституційною перешкодою в країнах ЦСЄ. На противагу 2002 та 2005 рокам, в 2009 та 2013 роках ситуація з митними та торговельними правилами є кращою ніж з ліцензуванням бізнесу.

Наступними за важливістю для акціонерних товариств країн ЦСЄ є такі інституційні перешкоди, як невизначеність економічної політики та макроекономічна нестабільність (для 2002-2005 років), а також політична нестабільність (для 2009-2013 років) (табл. 2.5). Тема обрахунку та впливу невизначеності економічної політики на загальну економічну ситуацію в країні є досить досліджуваною. Їй присвячені праці таких економістів, як С. Бейкер, Н.Блум, С. Девіс [143], Т. Кенйон та М. Наої (саме ці економісти проводили дослідження невизначеності економічної політики на основі показників бази даних BEEPS за 1999, 2002 та 2005 роки) [144], а також М. Фрідман, Д. Родрік, Р.Хігс та інші.

Під показником невизначеності економічної політики, представленим в базі даних BEEPS, будемо розуміти «непередбачувані чи односторонні зміни в правилах гри» [145, с. 130]. Відповідно, значна невизначеність економічної політики створює для фірм стимул щодо затримки інвестиційних рішень. Ця інституційна перешкода може також впливати на зростання вартості фінансування. Такі елементи невизначеності економічної політики, як невизначеність монетарної, фіскальної та регуляторної політики чинять знову негативний вплив на економіку країни [143].

Слід зазначити, що ситуація в країнах ЦСЄ є дуже подібною до країн Південно-Східної Європи, дослідження яких проведено Г. Бродменом, Дж. Андерсоном, К. Клесенсом, Р. Ритерменом, С. Славовою, М. Вагліасінді та Г. Келетте. На основі аналізу показників бази даних BEEPS за 1999-2005 роки економісти дійшли висновку, що найважливішими та найпроблематичнішими

елементами інституційного середовища підприємств країн Південно-Східної Європи є саме невизначеність економічної політики та макроекономічна нестабільність (це ми можемо побачити і з наших розрахунків). Саме ці характеристики інституційного середовища створюють найбільше перешкод для діяльності підприємств. Таке відкриття, на думку економістів, «є дуже важливим, оскільки означає, що уряди країн регіону можуть, насправді, активно здійснювати політику реформ, спрямованих на скорочення бар'єрів для входу на ринок. Крім того, на основі таких результатів можна припустити, що існують важливі перешкоди для інвестицій, на рівні національної економіки загалом, а не на рівні технологічних чи економічних характеристик окремого сектора» [145, с. 130].

Подібні висновки можемо зробити й ми, лише тільки з тою відмінністю, що в країнах ЦСЄ проблема невизначеності економічної політики, макроекономічної та політичної нестабільності відчувається не настільки гостро, як в країнах Південно-Східної Європи та пострадянських країнах. На перший план в країнах ЦСЄ, як ми вже зазначали, виходить все ж таки проблема податкових ставок (табл. 2.5 – 2.9). Крім цього, варто зазначити, що акціонерні товариства країн ЦСЄ в переважній більшості випадків протягом 2002-2013 років є менш чутливими до зазначених перешкод ніж підприємства інших організаційних форм.

Наступною важливою інституційною перешкодою діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2002-2005 років є порушення умов контракту (табл. 2.5). Ця інституційна перешкода була нами віднесена до групи «якість судової системи та дотримання формальних норм». Ситуація з порушеннями умов контракту є найгіршою протягом 2002-2005 років в акціонерних товариствах саме країн ЦСЄ, що знайшло підтвердження й в результатах кореляційного аналізу (табл. Г.2.1 – Г.2.3).

Не позбулися повністю акціонерні товариства країн ЦСЄ і проблеми антиконкурентної поведінки. Як відомо, за часів централізованого планування в країнах ЦСЄ конкуренції, чи то внутрішньої, чи то зовнішньої, взагалі не існувало, а якщо й існувала, то супроводжувалася бюрократичним тиском. Структура ринку, порівняно з розвинутими країнами, була, відповідно, сильно викривлена. Кількість

малих та середніх підприємств була дуже незначною. Більшість державних підприємств були фактичними монополістами, через це й існувала точка зору, що приватизація підприємств матиме незначний вплив на процес їх реструктуризації [121, с. 28]. Відповідно, не дивно, що ця проблема існує, хоча вже не так виражено, в країнах ЦСЄ й досі.

Таблиця 2.8

Порівняльний аналіз інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та країнах Південно-Східної Європи в 2009 році

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи	
Якість державного управління						
Податкові ставки	2,3 (2,14)	> ^{**} < ^{**}	2,2 (2,31)	> ^{***} (> ^{***})	2,07 (1,79)	
Незадовільне податкове адміністрування	1,61 (1,45)	> ^{***} (< ^{**})	1,44 (1,6)	< ^{***} (> ^{***})	1,48 (1,27)	
Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	1,34 (1,29)	> ^{***} (>)	1,02 (1,25)	< ^{***} (> ^{***})	1,23 (1,06)	
Митні та торговельні правила	1,25 (0,98)	> ^{***} (> ^{***})	0,66 (0,72)	< ^{***} (< ^{**})	0,89 (0,84)	
Політична нестабільність						
Політична нестабільність	2,0 (1,57)	> ^{***} (< ^{***})	1,71 (1,97)	< ^{***} (< [*])	2,11 (2,11)	
Ринок праці						
Недостатні здібності та освіта працівників	1,95 (1,77)	> ^{***} (>)	1,58 (1,72)	> ^{**} (> ^{***})	1,49 (1,36)	
Недосконале трудове законодавство	0,82 (0,81)	< ^{***} (< ^{***})	1,3 (1,43)	> ^{***} (> ^{***})	1,04 (0,89)	
Якість судової системи та дотримання формальних норм						
Антиконкурентна поведінка	1,62 (1,53)	> ^{***} (>)	1,25 (1,51)	< ^{***} (<)	1,61 (1,62)	
Корупція	2,0 (1,74)	> ^{***} (> [*])	1,25 (1,62)	< ^{***} (< ^{***})	1,81 (2,01)	
Неналежне функціонування судів	1,4 (1,17)	> ^{***} (< ^{***})	1,0 (1,38)	< ^{***} (> ^{**})	1,31 (1,19)	
Доступ до факторів виробництва						
Складність доступу до фінансування	1,85 (1,68)	> ^{***} (> ^{***})	1,2 (1,49)	< ^{***} (>)	1,33 (1,42)	

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2009 рік.

З таблиць 2.6 – 2.9 можемо побачити, що питання антиконкурентної поведінки гостріше стоїть в країнах Південно-Східної Європи. А от в пострадянських країнах

за всі роки крім 2009, ситуація складається дещо краще, ніж в країнах ЦСЄ, що можна пояснити, зокрема, значно вищим рівнем корупції в пострадянських країнах.

Таблиця 2.9

Порівняльний аналіз інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та країнах Південно-Східної Європи в 2013 році

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи	
Якість державного управління						
Податкові ставки	2,02 (1,42)	>*** <***	1,8 (1,96)	>*** (>***)	1,67 (1,59)	
Незадовільне податкове адміністрування	0,9 (0,75)	<*** (<***)	1,04 (1,55)	<*** (>***)	1,24 (1,05)	
Митні та торговельні правила	0,6 (0,39)	>*** (>)	0,45 (0,69)	<*** (>*)	0,6 (0,57)	
Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	0,61 (0,44)	>*** (<***)	0,45 (0,83)	<*** (>***)	0,55 (0,47)	
Політична нестабільність						
Політична нестабільність	1,28 (1,15)	>*** (<)	1,14 (1,23)	<*** (>)	1,45 (1,13)	
Ринок праці						
Недостатні здібності та освіта працівників	1,09 (0,73)	>*** (<***)	0,97 (0,94)	>*** (>**)	0,87 (0,74)	
Недосконале трудове законодавство	0,43 (0,37)	<*** (<***)	0,79 (1,11)	>*** (>***)	0,68 (0,59)	
Якість судової системи та дотримання формальних норм						
Антиконкурентна поведінка	0,95 (1,11)	< (<)	0,97 (1,15)	<*** (<**)	1,39 (1,4)	
Корупція	1,26 (1,01)	>*** (~)	0,81 (1,02)	<*** (<)	1,27 (1,03)	
Неналежне функціонування судів	0,4 (0,3)	<*** (<***)	0,46 (0,65)	<*** (>***)	0,56 (0,41)	
Доступ до факторів виробництва						
Складність доступу до фінансування	1,21 (1,08)	>*** (>)	0,94 (1,03)	<*** (>)	1,12 (0,98)	

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2013 рік.

Показник «функціонування судів» є також надзвичайно важливим в аналізі успішності інституційних реформ, оскільки, як відомо, «захист прав власності, який підтримується незалежною судовою системою, є однією з ключових вимог функціонування ринкової економіки і є одним з основних показників, що використовуються для оцінки якості інститутів країни» [120, с. 6]. За якістю

функціонування судів країни ЦСЄ протягом 2002, 2005 та 2013 років знаходяться посередині між пострадянськими країнами та країнами Південно-Східної Європи.

Загалом, варто відмітити, що пострадянські країни протягом 2002, 2005 та 2013 років демонструють кращі показники, як за порушенням умов контракту та антиконкурентною поведінкою, так і за якістю функціонування судів, ніж країни ЦСЄ, що можна пояснити, як вже було зазначено вище, значно вищим рівнем корупції в пострадянських країнах.

Ще одною надзвичайно цікавою та показовою інституційною перешкодою функціонування акціонерних товариств є рівень корупції. Вирішення необхідних питань з офіційними особами без необхідності здійснення неофіційних платежів має важливе значення для бізнес-середовища і є одним з найважливіших показників, що використовується для міжнародного порівняння якості інституційного середовища. Необхідність неофіційних платежів з метою прискорення адміністративних процедур може вимагати від фірми суттєвих додаткових витрат [120, с. 8].

В даному контексті слід зазначити, що країни ЦСЄ мають найкращі показники рівня корупції з поміж досліджуваних груп країн протягом 2002-2013 років.

Результати тестування гіпотез на основі решти показників групи «якість судової системи та дотримання формальних норм», а саме злочинність та організована злочинність, за 2002-2013 роки знаходяться в додатку Б (табл. Б.2.1 – Б.2.4), оскільки не є настільки важливими для функціонування акціонерних товариств досліджуваних країн.

Протягом 2009-2013 років досить важливим для акціонерних товариств країн ЦСЄ були також перешкоди, пов'язані з недостатньою освітою працівників, а також незадовільним податковим адмініструванням (табл. 2.5, 2.8, 2.9).

Інституційні перешкоди, пов'язані з фінансуванням, протягом 2002-2013 років належали скоріше до незначних перешкод діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ. Доступ до фінансів є одним з ключових аспектів інституційного середовища. Кращі умови фінансування, зокрема, низькі заставні вимоги та отримання кредиту на більш тривалий термін, дозволяють компаніям вкладати більше коштів в свою

діяльність ніж в обслуговування кредитів та ведення переговорів щодо механізмів рефінансування [120, с. 10].

Як ми вже відзначали, доступ до зовнішнього фінансування давно розглядається економістами, як важливий аспект бізнес-середовища, від якого залежить створення, виживання та ефективність підприємств. Відповідно, в дослідженнях, проведених в сфері підприємництва та фінансів, давно підкреслювалась наявність та надзвичайна важливість фінансових обмежень, тобто нездатності підприємств залучати зовнішнє фінансування з метою здійснення необхідних інвестицій. Цій тематиці присвячене, зокрема, дослідження С. Фазарі, Г. Габбарда та Б. Пітерсена [146].

Фінансові обмеження, характерні для країн з перехідною економікою, є і були раніше значно більш серйозними, ніж в країнах з розвинутою ринковою економікою, зважаючи на те, що фінансових ринків в епоху централізованого планування в цих країнах взагалі не існувало. З іншої сторони, все не настільки очевидно та просто, як здається з першого погляду, оскільки до початку перехідного періоду державні підприємства в країнах ЦСЄ працювали в умовах так званих «м'яких бюджетних обмежень», тобто патерналістської ролі держави по відношенню до конкретних підприємств [121, с. 28]. М'які бюджетні обмеження в період планової економіки могли передбачати м'які субсидії, м'яке оподаткування та кредитування, м'які адміністративні ціни, які встановлювалися на основі певних домовленостей, торгів, політичного тиску та лобювання інтересів певних зацікавлених груп [147].

Економісти знайшли наслідки цих «м'яких бюджетних обмежень» незадовго після початку перехідного процесу. Так, зокрема, на основі даних за 1994 – 1999 роки по Польщі, Чехії, Болгарії та Румунії такі економісти, як Й. Конінгс, М. Різов та Х. Фанденбусше [148] виявили значно більші фінансові обмеження для підприємств Польщі та Чехії, ніж для фірм з Болгарії та Румунії, хоча останні володіли значно менш розвинутими фінансовими ринками. Відповідно, така різниця між цими країнами, на думку економістів, могла бути пояснена лише наявністю в Болгарії та Румунії м'яких бюджетних обмежень.

Щодо результатів нашого дослідження, то варто відмітити, що протягом 2002 – 2013 років таких результатів, як у Й. Конінгса, М. Різова та Х. Фанденбусше [148] стосовно країн ЦСЄ та країн Південно-Східної Європи ми не отримали (табл. 2.6). Причиною цього, на нашу думку, є зростаюча роль та відповідний рівень розвитку фінансових ринків цих країн. За показниками вартості та доступу до фінансування країни ЦСЄ саме серед акціонерних товариств демонструють найкращі результати з поміж досліджуваних груп країн (табл. 2.6 - 2.9).

Результати тестування гіпотез на основі решти показників групи «доступ та вартість факторів виробництва», а саме проблеми з доступом до землі, правом власності на землю та лізингом землі, за 2002 – 2013 роки знаходяться в додатку Б (табл. Б.2.1 – Б.2.4), оскільки, так само, як і злочинність, не є настільки важливими для функціонування акціонерних товариств досліджуваних країн.

Отже, найбільші незручності протягом 2002 – 2013 років акціонерним товариствам країн ЦСЄ створювали податкові ставки. Крім того, упродовж 2002 – 2005 років акціонерні товариства країн ЦСЄ найсильніше потерпали від таких інституційних перешкод, як невизначеність економічної політики, макроекономічна нестабільність та порушення умов контракту. Загалом простежується позитивна динаміка зміни інституційного середовища акціонерних товариств досліджуваної групи країн протягом 2002 – 2005 років. Таку ситуацію для акціонерних товариств країн ЦСЄ можна пояснити набуттям цими країнами 2004 року членства в ЄС. Як відзначає Л. Кркоска, «починаючи з цього моменту підприємства зазначених країн здійснюють свою діяльність на єдиному ринку ЄС, відповідно для них повинні діяти ті ж самі формальні інститути, що для більш розвинутих країн Європейського Союзу» [120, с. 5]. Порядок розташування показників інституційних перешкод у країнах ЦСЄ в 2005 році порівняно з 2002 роком не змінився. Протягом 2009-2013 років основними інституційними перешкодами в країнах ЦСЄ, окрім податкових ставок, були: політична нестабільність, недостатні здібності та освіта працівників, незадовільне податкове адміністрування, антиконкурентна поведінка та складність доступу до фінансування. Загалом інституційне середовище акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2009-2013 років було за більшістю показників більш

сприятливим ніж інституційне середовище пострадянських країн та країн Південно-Східної Європи.

Якість інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2002 – 2005 років мала тенденцію до покращення, проте основні групи проблем, характерні для 2002 року, були присутні й в 2009 та 2013 році. Відповідно, можна зробити висновок, що досліджуваним країнам є ще над чим працювати з метою створення оптимального інституційного середовища та, відповідно, сприятливого інвестиційного клімату. Не зважаючи на те, що інституційні перешкоди всередині описаних груп країн є подібними, шляхи їхнього подолання кожна окрема країна, на нашу думку, повинна обирати для себе індивідуальні [149].

Проаналізувавши найбільш значимі інституційні перешкоди діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ на основі незважених середніх значень, ми вирішили дослідити, які інституційні перешкоди є більш характерні для акціонерних товариств порівняно з підприємствами інших організаційних форм. Для цього використаємо метод часткової кореляції.

В таблицях Г.2.1 – Г.2.3 представлені результати часткової кореляції показника, який характеризує приналежність підприємства до акціонерного товариства (дорівнює 1 для акціонерних товариств, 0 – для підприємств інших організаційних форм), з показниками інституційних перешкод (у вигляді індексів від 1 до 4 для 2002-2005 років та від 0 до 4 для 2009-2013 років). Дослідження проводимо в статистичному пакеті Stata. Відповідно отримані результати демонструють напрямок та силу взаємозалежності, в таблицях також наведено значимість отриманих результатів, на основі якої й оберемо основні показники та сформуємо їх в таблицю 2.10 в порядку спадання показника кореляції.

Показники кореляції зі знаком «+» (Г.2.1 – Г.2.3) демонструють інституційні перешкоди, характерні для акціонерних товариств або такі, що не створюють проблем для підприємств інших організаційних форм; зі знаком «-» - перешкоди, які або не створюють проблем для акціонерних товариств, або характерні для підприємств інших організаційних форм. Якщо ж інституційна перешкода буде характерна, як для акціонерних товариств, так і для підприємств інших

організаційних форм та буде однаково значимою для обох груп підприємств, тоді кореляційного зв'язку встановлено не буде. Такі дослідження ми провели окремо для публічних та приватних акціонерних товариств, проте значимість отриманих результатів значно погіршилася, тому отримані результати не включені в роботу.

Таблиця 2.10

Інституційні перешкоди характерні більшою мірою саме для акціонерних товариств* досліджуваних груп країн протягом 2002-2013 років

Країни ЦСЄ	Пострадянські країни	Країни Південно-Східної Європи
2002		
Порушення умов контракту	Податкові ставки	Ліцензування бізнесу
Проблеми з доступом до землі	Митні та торговельні правила	Недостатні здібності та освіта працівників
Неналежне функціонування судів	Макроекономічна нестабільність	Податкові ставки
	Невизначеність економічної політики	
2005		
Порушення умов контракту	Недостатні здібності та освіта працівників	Недостатні здібності та освіта працівників
Корупція	Невизначеність економічної політики	Незадовільне податкове адміністрування
Митні та торговельні правила	Ліцензування бізнесу	Проблеми з доступом до землі
	Митні та торговельні правила	Недосконале трудове законодавство
	Проблеми з забезпеченням права власності на землю та лізингу землі	Корупція
		Макроекономічна нестабільність
		Ліцензування бізнесу
2009		
Транспорт	Політична нестабільність	Недостатні здібності та освіта працівників
Недостатні здібності та освіта працівників	Транспорт	Податкові ставки
	Митні та торговельні правила	Неналежне функціонування судів
2013		
Проблеми з електроенергією	Податкові ставки	Політична нестабільність
	Транспорт	Незадовільне податкове адміністрування

Примітка: * - або ж нехарактерні для підприємств інших організаційних форм.

Джерело: сформовано автором на основі таблиць Г.2.1. – Г.2.3.

Коефіцієнт кореляції для певної інституційної перешкоди можна трактувати досить двояко: з однієї сторони, як такий, що свідчить, наприклад, про те, що обрана інституційна перешкода є характерною більшою мірою саме для акціонерних товариств, а з іншої сторони, про те, що та ж сама інституційна перешкода не створює значних проблем для підприємств інших організаційних форм.

Отже, виходячи з результатів, зведених в таблицю 2.10, можемо зробити висновок, що протягом 2002-2013 років саме для акціонерних товариств країн ЦСЄ більшою мірою характерною була така інституційна перешкода, як порушення умов контракту, для пострадянських країн – митні та торговельні правила і податкові ставки, і для країн Південно-Східної Європи – недостатні здібності та освіта працівників, ліцензування бізнесу, незадовільне податкове адміністрування та податкові ставки.

Охарактеризувавши сприйняття інституційного середовища менеджерами акціонерних товариств країн ЦСЄ, спробуємо проаналізувати, яким чином найбільші інституційні перешкоди в цих країнах (табл. 2.5) впливають на результати економічної діяльності акціонерних товариств.

Враховуючи відсутність в базі даних BEEPS показників прибутковості, рентабельності та продуктивності, результати економічної діяльності акціонерних товариств нами було вирішено досліджувати на основі такого показника, як зміни в основних засобах (основному капіталі).

Отже, ми вирішили побудувати та дослідити наступні моделі:

1) для 2002 та 2005 років:

$$\text{FIXED_ASSETS} = \beta_0 + \beta_1 * \text{TAX_R} + \beta_2 * \text{UEP} + \beta_3 * \text{MAC_INST} + \beta_4 * \text{CON_V}, \quad (2.1)$$

2) для 2009 та 2013 років:

$$\text{FIXED_ASSETS} = \beta_0 + \beta_1 * \text{TAX_R} + \beta_2 * \text{POL_INST} + \beta_3 * \text{SK_WORK} + \beta_4 * \text{TAX_ADMIN}, \quad (2.2)$$

де TAX_R – податкові ставки; UEP - невизначеність економічної політики; MAC_INST – макроекономічна нестабільність; CON_V – порушення умов контракту; POL_INST – політична нестабільність; SK_WORK – недостатні

здібності та освіта працівників; TAX_ADMIN – податкове адміністрування; FIXED_ASSETS – основні засоби (основний капітал).

В дослідженні використана пробіт-модель, обрахунки здійснено в статистичному пакеті STATA. Відповідно показники, які використовуються в аналізі мають наступний вигляд: 1) FIXED_ASSETS = 1, якщо за останні 3 роки відбулося збільшення основних засобів, 0 - інше (основні засоби зменшилися або залишилися без змін); 2) всі незалежні змінні приймають значення від 1 до 4 для 2002 року та від 0 до 4 для 2009 та 2013 років. Чим більшим є значення, тим більшою є значимість інституційної перешкоди для акціонерного товариства.

Результати аналізу, подані в таблиці 2.11, демонструють зростаючу роль інституційного середовища у формуванні основного капіталу акціонерних товариств країн ЦСЄ, спричинену вступом досліджуваних країн в 2004 році в ЄС.

Таблиця 2.11

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

Інституційна перешкода	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
chi2 (F test)	3,79	0,93
Prob > chi2	0,4354	0,9199
Pseudo R2	0,0067	0,0017
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
chi2 (F test)	40,94	23,45
Prob > chi2	0,0000	0,0001
Pseudo R2	0,0231	0,0102
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 %.

Джерело: обрахунки автора на основі бази даних BEEPS 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.

Подібне дослідження ми пробували провести з метою визначення впливу всіх інституційних перешкод на результати економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ, проте значимість результатів значно погіршилася, тому даний аналіз не був включений нами до дисертаційної роботи.

Підсумовуючи викладений вище матеріал, слід зазначити, що чітка тенденція до покращення інституційного середовища функціонування акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2002 – 2005 та 2009 – 2013 років, а також більш сприятлива ситуація за більшістю досліджуваних параметрів порівняно як з пострадянськими країнами, так і з країнами Південно-Східної Європи, підтверджує наявність позитивного ефекту від приєднання країн ЦСЄ в 2004 році до ЄС. Саме тому в наступному параграфі вважаємо за необхідне дослідити рівень конвергенції інституційного середовища діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ та розвинутих країн ЄС.

2.2. Рівень конвергенції інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ з розвинутими країнами ЄС

1990-і роки були десятиріччям створення ринків в усій Європі. Це десятиріччя радикального розширення внутрішнього ринку та створення умов для Європейського Валютного Союзу в Західній частині Європи. В першій половині 90-х років ХХ ст. колишні постсоціалістичні країни взяли на себе зобов'язання здійснити перебудову, щоб створити дієву ринкову економіку, а в другій половині – умови для вступу до ЄС. В цей період Європейський Союз відіграв значну роль в економічних трансформаційних процесах постсоціалістичних країн, зокрема, у встановленні критеріїв європеїзації, а також у створенні умов для досягнення цих критеріїв [150, с. 122].

Зрештою, найбільш прогресивні в плані проведення реформ країни досягли Копенгагенських критеріїв, тим самим довівши те, що вони мають добре функціонуючу ринкову економіку та зможуть впоратися з тиском конкуренції в межах Союзу. Проте, поряд з цим, існували й процеси дивергенції, певні розбіжності, які могли на довгостроковий період накласти істотні обмеження щодо євроінтеграції постсоціалістичних країн [150, с. 124].

По-перше, це серйозні розбіжності в економічному розвитку країн регіону. В першому десятилітті реформ процес консолідації та конкуренції проявлявся лише в провідних країнах-реформаторах регіону. Більшість посткомуністичних країн на той час не могли похвалитися особливими досягненнями. Відповідно, найважливіша відмінність між цими двома групами країн полягала в тому, що в той час, як перші могли забезпечити економічні свободи людей, верховенство законів, протистояти «захопленню» держави та ефективно регулювати відносини між економічними суб'єктами, другі цього не могли. Формуванню ринкової економіки в деяких з цих країн перешкоджали домінування націоналістичного економічного порядку та/або наявність сильних економічних груп, які захопили владу.

Другий важливий аспект процесу дивергенції між тодішніми країнами-членами ЄС та провідними країнами-реформаторами ЦСЄ проглядався на рівні формування інститутів економічного розвитку. Європеїзація економік країн ЦСЄ в першому десятиріччі трансформації була спрямована в першу чергу на створення держави, а не на побудову недержавних інститутів.

Відповідно, одним з уроків цього десятиліття стало те, що ні лібералізація цін та торгівлі, ні приватизація, ні запровадження стандартів та правил, характерних для розвинутих країн, як це відбулося в багатьох країнах регіону, не дозволило створити ринкову економіку там, де держава була занадто слабкою, щоб протистояти тиску впливових економічних груп. Таке протистояння можливе лише у випадку зменшення централізації влади, а також посилення впливу неієрархічних елементів держави [150, с. 123-129].

Так, зокрема, станом на 1998 рік за індексом довіри пострадянські країни потрапили на останнє місце (табл. 2.12).

Індекс довіри та його складові в регіонах світу в 1998 році

Регіон	Індекс довіри	Рівень передбачуваності	Політична стабільність	Рівень насилля	Надійність судової влади	Відсутність корупції
Всі країни	3,23	3,21	3,25	2,8	3,04	3,86
Країни з високим рівнем доходу на душу населення	4,14	3,85	4,27	3,64	3,98	5,04
Південна та Південно-Східна Азія	3,69	3,55	3,56	3,28	3,94	4,12
Центральна і Східна Європа	3,28	3,36	2,86	3,57	2,61	4,01
Латинська Америка та Карибський регіон	3,22	2,93	3,51	2,7	3,14	3,82
Південна Африка	3,12	3,17	3,60	2,43	2,63	3,79
СНД	2,69	2,87	2,91	2,16	2,35	3,16

Примітка: в таблиці подано середні значення наведених показників за регіонами світу.
Джерело: [151].

Як ми можемо побачити з таблиці, в 1998 році очікування приватних економічних суб'єктів щодо можливості держави забезпечити дотримання контрактів чи проведення передбачуваної політики, позбавленої корупційних схем, для пострадянських країн були нижчими навіть за рівень країн Південної Африки та Латинської Америки. З іншої сторони, можемо знову ж таки спостерігати значно більші успіхи з боку країн Центральної та Східної Європи, де суб'єктивна оцінка можливостей держави щодо забезпечення порядку на ринку була значно вищою.

Отже, станом на кінець 90-х років ХХ ст. значна кількість постсоціалістичних країн Європи опинились перед необхідністю звільнення своїх держав від тиску впливових економічних груп, оскільки без цього неможливо побудувати справжню ринкову економіку. Інші ж країни, такі як Польща, Угорщина, Чехія, Словенія та Естонія стали досить добре функціонуючими правовими державами, від яких, на той час, дещо відставали Литва, Латвія, Болгарія, Словаччина та Румунія. Ці країни здійснили значну реструктуризацію своїх економік, їх економічне зростання почалося в другій половині 90-х років, а деякі з них на кінець першого десятиріччя трансформації потрапили до найбільш швидко зростаючих економік Європи. Варто

відзначити, що значну роль в досягненні таких результатів відіграли, як певні внутрішні економічні та політичні процеси, так і Європейський Союз, який допоміг зміцнити та модернізувати регулятивні та адміністративні можливості зазначених країн, встановив певні цілі та відповідно надав фінансову та технічну допомогу для їх досягнення. ЄС відіграв також значну опосередковану роль, розмістивши ці країни в регулятивному конкурентному середовищі шляхом більш чи менш примусового відкриття їх економік [150, с. 133-134].

Одним з доказів позитивного впливу членства в ЄС на інституційне середовище країн ЦСЄ є динаміка індексу економічної свободи протягом 1995-2014 років, представлена в таблиці 2.13.

Таблиця 2.13

Індекс економічної свободи в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1995 – 2014 роках

Країна	1995	2000	2003	2007	2011	2014
Країни ЦСЄ						
Польща	50,7	60,0	61,8	58,1	64,1	67,0
Чехія	67,8	68,6	67,5	67,4	70,4	72,2
Угорщина	55,2	64,4	63,0	64,8	66,6	67,0
Словенія	50,4*	58,3	57,7	59,6	64,6	62,7
Словаччина	60,4	53,8	59,0	69,6	69,5	66,4
Литва	49,7*	61,9	69,7	71,5	71,3	73,0
Естонія	65,2	69,9	77,7	78,0	75,2	75,9
Латвія	55,0*	63,4	66,0	67,9	65,8	68,7
Пострадянські країни						
Україна	39,9	47,8	51,1	51,5	45,8	49,3
Росія	51,1	51,8	50,8	52,2	50,5	51,9
Розвинуті країни світу						
Німеччина	69,8	65,7	69,7	70,8	71,8	73,4
Великобританія	77,9	77,3	77,5	79,9	74,5	74,9
США	76,7	76,4	78,2	81,2	77,8	75,5

Примітка: * - дані за 1996 рік.

Джерело: сформовано автором на основі даних [113].

Як ми бачимо, країни ЦСЄ за індексом економічної свободи поступово наближаються, а деякі вже наблизилися, до рівня розвинутих країн світу. Позитивна

тенденція прослідковується і в Україні, проте поки що вона досягла лише приблизного рівня деяких країн ЦСЄ 1995 року. Цікавою є ситуація в Росії, де в 2014 році індекс економічної свободи перебуває приблизно на тому самому рівні, що й 1995 року.

Відповідно до показників індексу економічної свободи, а також індексу легкості ведення бізнесу, проаналізованому нами в попередньому параграфі, можемо зробити висновок, що правове середовище діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 1995 – 2014 років дійсно покращилося. Оскільки поштовхом до такого покращення, без сумніву, стало отримання членства цих країн в Європейському Союзі, досить цікаво буде, на нашу думку, проаналізувати рівень конвергенції інституційного середовища досліджуваних країн та розвинутих країн ЄС. Крім цього, враховуючи наявність статистичних даних по країнам Південно-Східної Азії, вважаємо за доцільне одночасно провести порівняння ситуації і з цією групою країн.

Для проведення даного аналізу застосуємо знову ж таки два підходи: по-перше, звернемося до обрахованих незважених середніх значень значимостей інституційних перешкод в діяльності акціонерних товариств та підприємств інших організаційних форм (табл. А.2.1 – А.2.2 та А.2.7 – А.2.8) і проведемо тест на статистичну значимість зважених та незважених середніх значень обраних інституційних перешкод, а по-друге, розглянемо матрицю часткової кореляції інституційних перешкод досліджуваних груп країн.

Спочатку ми тестуємо нульову гіпотезу $H_0: \mu_a = \mu_b$, де μ_a – це незважене середнє по країні для перешкоди і в регіоні а, а μ_b - це незважене середнє по країні для перешкоди і в регіоні b. Ми тестуємо нульову гіпотезу поряд з альтернативною гіпотезою $H_1: \mu_a > \mu_b$. Регіони а та b – це відповідно країни ЦСЄ та розвинуті країни ЄС. Після цього, ми тестуємо нульову гіпотезу $H_0: \mu_b = \mu_c$, де μ_b - це незважене середнє по країні для перешкоди і в регіоні b, а μ_c – це відповідно незважене середнє по країні для перешкоди і в регіоні с. Ми тестуємо нульову гіпотезу поряд з альтернативною гіпотезою $H_1: \mu_b > \mu_c$. Регіони b та с – це відповідно країни ЦСЄ та країни Південно-Східної Азії. І зрештою, ми тестуємо ті самі гіпотези, проте цього

разу враховуючи контрольні змінні такі, як розмір акціонерного товариства (мікро-, мале, середнє та велике), власність (державна, приватна вітчизняна та іноземна), розташування (столиця, місто та село), а також галузь (гірничо-видобувна промисловість, будівництво, виробництво, транспортування, нерухомість, а також готельний та ресторанний бізнес).

Загалом нами було проведено 84 тести на основі незважених середніх по групах країн окремо для акціонерних товариств та групи підприємств інших організаційних форм за 2005 рік, 60 тестів на основі таких самих даних за 2013 рік, а також така сама кількість тестів на основі середніх по групах країн (знову ж таки, окремо для акціонерних товариств та групи підприємств інших організаційних форм), включаючи зазначені вище контрольні змінні. За даними 2005 року тестування було проведено для таких груп країн, як: країни ЦСЄ та розвинуті країни ЄС, країни ЦСЄ та країни Південно-Східної Європи. За даними 2013 року тестування було проведено для країн ЦСЄ та Китаю, а також для країн ЦСЄ та країн Південно-Східної Азії. Так само, як і в попередньому параграфі, в даному випадку ми вважаємо за доцільне представити результати, отримані на основі звичайних середніх значень. Інституційні перешкоди поділено на групи за тим самим принципом, який ми застосовували раніше.

З таблиць 2.14 та 2.16, а також таблиць В.2.1 та В.2.2 ми можемо побачити, що країни ЦСЄ в переважній більшості випадків гостріше відчувають інституційні перешкоди діяльності як акціонерних товариств, так і підприємств інших організаційних форм порівняно з розвинутими країнами ЄС, Китаєм та країнами Південно-Східної Азії. Різниця середніх значень є майже у всіх випадках значимою на рівні 0,1 %.

Найбільшою проблемою як для країн ЦСЄ, так і для розвинутих країн ЄС в 2005 році були податкові ставки (табл. 2.14), в той час для таких країн Південно-Східної Азії, як В'єтнам та Південна Корея, в 2005 році проблеми з податковим адмініструванням та податковими ставками належали до незначних перешкод діяльності акціонерних товариств. В цих країнах підприємства відчували найбільші незручності від макроекономічної нестабільності.

Порядок розташування інституційних перешкод за ступенем значимості в країнах ЦСЄ та розвинутих країнах Європи також різняться. Зокрема, інституційні перешкоди на ринку праці для розвинутих країн Європи є більш значимими, ніж, наприклад, інституційні перешкоди, пов'язані з якістю судової системи, дотриманням формальних норм, а також макроекономічною нестабільністю та невизначеністю економічної політики (табл. 2.14).

Таблиця 2.14

Порівняльний аналіз інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, розвинутих країнах Європи та країнах Південно-Східної Азії в 2005 році

Інституційні перешкоди	Розвинуті країни Європи	Країни ЦСЄ	Країни Південно-Східної Азії		
Якість державного управління					
Податкові ставки	2,26 (2,56)	<*** (<***)	2,62 (3,00)	>*** (>***)	1,73 (1,78)
Незадовільне податкове адміністрування	2,13 (2,33)	<*** (<***)	2,36 (2,60)	>*** (>***)	1,90 (1,76)
Макроекономічна нестабільність та невизначеність економічної політики					
Невизначеність економічної політики	1,83 (1,69)	<*** (<***)	2,48 (2,59)	>*** (>***)	2,19 (2,43)
Макроекономічна нестабільність	2,01 (2,08)	<*** (<***)	2,40 (2,54)	> (>)	2,31 (2,49)
Якість судової системи та дотримання формальних норм					
Порушення умов контракту	1,76 (1,73)	<*** (<***)	2,40 (2,27)	-	-
Антиконкурентна поведінка	1,86 (2,00)	<*** (<***)	2,26 (2,34)	>*** (>***)	2,12 (2,10)
Неналежне функціонування судів	1,52 (1,57)	<*** (<***)	2,08 (2,00)	>*** (>***)	1,62 (1,46)
Корупція	1,42 (1,54)	<*** (<***)	2,03 (1,93)	>*** (>***)	1,87 (1,68)
Доступ та вартість факторів виробництва					
Вартість фінансування	2,07 (2,23)	<*** (<***)	2,18 (2,58)	>*** (>***)	1,96 (1,88)
Складність доступу до фінансування	1,91 (2,09)	<*** (<***)	1,96 (2,36)	<*** (>***)	2,02 (1,90)
Ринок праці					
Недостатні здібності та освіта працівників	2,07 (1,87)	~ (<***)	2,05 (2,08)	>*** (>***)	1,71 (1,59)
Недосконале трудове законодавство	1,97 (1,96)	<*** (<***)	2,02 (2,12)	>*** (>***)	1,57 (1,33)

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2004 та 2005 роки.

Цікаво, на нашу думку, звернути також увагу на проблему корупції в розвинутих країнах Європи, точніше на її майже повну відсутність. Незважене середнє значення цієї інституційної перешкоди в розвинутих країнах ЄС складає 1,42 (табл. 2.14), що за рівнем значущості можна співставити з перешкодами, пов'язаними з організованою злочинністю (незважене середнє – 1,29) та електроенергією (1,40) (табл. В.2.1). Незважаючи на значні досягнення в плані боротьби з корупцією, такі показники для країн ЦСЄ, поки що, є недосяжними. Додаткове підтвердження цьому можемо побачити, проаналізувавши динаміку та порівнявши індекс сприйняття корупції досліджуваних груп країн з таблиці 2.15. Більш детальна інформація доступна в додатку І, таблиця І.2.1.

Таблиця 2.15

**Індекс сприйняття корупції* в країнах ЦСЄ та інших країнах світу
в 1998 – 2013 роках**

Країна	1998	2000	2005	2010	2011	2012**	2013**	Місце***
Країни ЦСЄ								
Польща	4,6	4,1	3,4	5,3	5,5	58	60	38
Чехія	4,8	4,3	4,3	4,6	4,4	49	48	57
Угорщина	5,0	5,2	5,0	4,7	4,6	55	54	47
Словенія	-	5,5	6,1	6,4	5,9	61	57	43
Словаччина	3,9	3,5	4,3	4,3	4	46	47	61
Литва	-	4,1	4,8	5,0	4,8	57	54	43
Естонія	5,7	5,7	6,4	6,5	6,4	64	68	28
Латвія	2,7	3,4	4,2	4,3	4,2	49	53	49
Розвинуті країни ЄС								
Німеччина	7,9	7,6	8,2	7,9	8	79	78	12
Великобританія	8,7	8,7	8,6	7,6	7,8	74	76	14

Примітка: * - значення індексу коливається в межах від 0 (високий рівень корупції) до 10 (відсутність корупції), ** - для 2012 та 2013 років значення індексу коливається в межах від 0 (високий рівень корупції) до 100 (відсутність корупції). *** - місце країни станом на 2013 рік.

Джерело: сформовано автором на основі даних [152].

Загалом, станом на 2005 рік країни ЦСЄ мали найбільший розрив з розвинутими країнами ЄС за такими інституційними перешкодами, як: невизначеність економічної політики (різниця в незважених середніх значеннях склала 0,65), порушення умов контракту (0,64), корупція (0,61), неналежне

функціонування судів (0,56), антиконкурентна поведінка (0,4), макроекономічна нестабільність (0,39), а також податкові ставки (0,36) (табл. 2.14).

На противагу зазначеним вище показникам, акціонерні товариства країн ЦСЄ в 2005 році майже не відчували перешкод в доступі та вартості фінансування, хоча ситуація з цими показниками в цих країнах є дещо гірша ніж в розвинутих країнах ЄС та таких країнах Південно-Східної Азії, як В'єтнам та Південна Корея (табл. 2.14).

Водночас, ситуація з доступом та вартістю фінансування в таких країнах Південно-Східної Азії, як Південна Корея та В'єтнам в 2005 році (особливо щодо підприємств інших організаційних форм), а також в Китаї в 2013 році виглядає значно кращою за ситуацію як в країнах ЦСЄ, так і в розвинутих країнах Європи (табл. 2.14, 2.16). Такий результат можна пояснити, зокрема, досить непоганим розвитком фондових ринків цих країн (табл. 3.1.1, 3.1.2). Так, наприклад, капіталізація фондового ринку Китаю в 2012 році була майже на 1,5% вищою ніж в Німеччині і складала 44,94 % від ВВП. В 2005 році ситуація була подібною. Капіталізація фондового ринку Південної Кореї в 2005 році була також вищою за показники Німеччини, а в 2012 році склала 104,5 % від ВВП, що лише на 10 % менше ніж в США.

В 2013 році серед країн Південно-Східної Азії розглядалися Лаос, Бангладеш, Непал та М'янма, тому результати порівняльного аналізу інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ та країнах Південно-Східної Азії дещо відрізняються від результатів 2005 року (табл. 2.16). Найбільшими інституційними перешкодами в цих країнах є політична нестабільність, проблеми з електроенергією та корупція. Ситуація з доступом до факторів виробництва та показниками інших груп інституційних перешкод є також гіршою ніж в країнах ЦСЄ. Єдиним показником, який дійсно створює порівняно менше проблем для акціонерних товариств країн Південно-Східної Азії ніж для країн ЦСЄ є податкові ставки (табл. 2.16).

Результати тестування гіпотез на основі решти показників представлені в додатку В (табл. В.2.1 – В.2.2), оскільки не є настільки важливими для

функціонування акціонерних товариств країн ЦСЄ. До таких показників потрапили: митні та торговельні правила, ліцензування бізнесу та отримання дозволів, злочинність та організована злочинність, проблеми з забезпеченням права власності на землю, лізингом землі та доступом до землі, а також проблеми з інфраструктурою. Значення цих показників для країн ЦСЄ є меншими за 1, тобто є незначними перешкодами у діяльності акціонерних товариств цих країн.

Таблиця 2.16

Порівняльний аналіз інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, Китаї та деяких країнах Південно-Східної Азії в 2013 році

Інституційні перешкоди	Китай	Країни ЦСЄ	Деякі країни Південно-Східної Азії
Якість державного управління			
Податкові ставки	0,66 (0,91)	<*** (1,96)	>*** (1,18)
Незадовільне податкове адміністрування	0,53 (0,73)	<*** (1,55)	<*** (1,13)
Політична нестабільність			
Політична нестабільність	0,22 (0,28)	<*** (1,23)	<*** (2,52)
Якість судової системи та дотримання формальних норм			
Антиконкурентна поведінка	0,73 (0,88)	<*** (1,15)	>*** (0,98)
Корупція	0,28 (0,31)	<*** (1,02)	<*** (1,72)
Неналежне функціонування судів	0,25 (0,27)	<*** (0,65)	<*** (1,04)
Доступ до факторів виробництва			
Складність доступу до фінансування	0,76 (0,82)	<*** (1,03)	<*** (1,58)

Примітка: * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %. В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2013 рік.

Для того, щоб визначити та порівняти інституційні перешкоди характерні саме для акціонерних товариств країн ЦСЄ, Китаю та країн Південно-Східної Азії в 2005 та 2013 роках проведемо кореляційний аналіз показника приналежності підприємства до акціонерного товариства та досліджуваних показників інституційних перешкод на основі методу часткової кореляції. Результати проведеного дослідження представлені в таблицях Г.2.1 та Г.2.2. Інституційні

перешкоди з найбільш значимими коефіцієнтами кореляції сформуємо в порядку спадання значимості в таблиці 2.17 та 2.18.

Таблиця 2.17

Інституційні перешкоди характерні більшою мірою саме для акціонерних товариств* досліджуваних груп країн в 2005 році

Країни ЦСЄ	Розвинуті країни ЄС	Країни Південно-Східної Азії**
Порушення умов контракту	Невизначеність економічної політики	Недосконале трудове законодавство
Корупція	Недостатні здібності та освіта працівників	Транспорт
Митні та торговельні правила	Транспорт	Організована злочинність
	Митні та торговельні правила	

Примітка: * - або ж нехарактерні для підприємств інших організаційних форм. ** - Південна Корея та В'єтнам.

Джерело: сформовано автором на основі таблиць Г.2.1 – Г.2.2.

Таблиця 2.18

Інституційні перешкоди характерні більшою мірою саме для акціонерних товариств* досліджуваних груп країн в 2013 році

Країни ЦСЄ	Китай	Країни Південно-Східної Азії**
Електроенергія	Злочинність	Політична нестабільність
	Митні та торговельні правила	Податкові ставки
	Ліцензування бізнесу	Недосконале трудове законодавство

Примітка: * - або ж нехарактерні для підприємств інших організаційних форм. ** - Лаос, Бангладеш, Непал та М'янма.

Джерело: сформовано автором на основі таблиць Г.2.1 – Г.2.2.

Інституційні перешкоди характерні більшою мірою для акціонерних товариств досліджуваних груп країн є досить різними. Характерною особливістю для акціонерних товариств країн Південно-Східної Азії є переважання проблем з трудовим законодавством, злочинністю та політичною нестабільністю. Тоді, як спільним для акціонерних товариств країн ЦСЄ, розвинутих країн ЄС та Китаю є така інституційна перешкода, як митні та торговельні правила (табл. 2.17, 2.18).

Охарактеризувавши сприйняття інституційного середовища менеджерами акціонерних товариств, проаналізуємо, яким чином чотири найбільші інституційні перешкоди країн ЄС (табл. 2.14) впливають на результати економічної діяльності акціонерних товариств цих країн.

Результати економічної діяльності акціонерних товариств країн ЄС у 2005 році нами було вирішено досліджувати на основі зміни в основних засобах (основному капіталі).

Побудована модель має наступний вигляд:

$$\text{FIXED_ASSETS} = \beta_0 + \beta_1 * \text{TAX_R} + \beta_2 * \text{TAX_ADMIN} + \beta_3 * \text{COST_FIN} + \beta_4 * \text{SK_WORK}, \quad (2.3)$$

де TAX_R – податкові ставки; TAX_ADMIN – незадовільне податкове адміністрування; COST_FIN – вартість фінансування; SK_WORK – недостатні здібності та освіта працівників; FIXED_ASSETS – основні засоби (основний капітал).

В дослідженні використана пробіт-модель, обрахунки здійснено в статистичному пакеті STATA. Відповідно показники, які використовуються в аналізі мають наступний вигляд: 1) FIXED_ASSETS = 1, якщо за останні 3 роки відбулося збільшення основних засобів (основного капіталу), 0 - інше (основні засоби зменшилися або залишилися без змін); 2) всі незалежні змінні приймають значення від 1 до 4 для 2002 року та від 0 до 4 для 2009 та 2013 років. Чим більшим є значення, тим більшою є значимість інституційної перешкоди для акціонерного товариства. Результати аналізу подано в таблиці 2.19.

Таблиця 2.19

Вплив основних зовнішніх інституційних перешкод на формування основного капіталу акціонерних товариств розвинутих країн ЄС в 2005 році

Інституційна перешкода	Основний капітал
Податкові ставки	-0,0596
Незадовільне податкове адміністрування	0,1606
Вартість фінансування	0,0115
Недостатні здібності та освіта працівників	0,1484*
константа	-1,1650***
chi2 (F test)	14,84
Prob > chi2	0,0050
Pseudo R2	0,0278
Кількість спостережень	449

Примітка: * - показник є статистично значимий на рівні 5 %. ** - показник є статистично значимий на рівні 1 %. *** - показник є статистично значимий на рівні 0,1 %.

Джерело: обрахунки автора на основі бази даних BEEPS за 2004 рік.

За результатами дослідження зниження якості освіти та здібностей працівників посилює бажання акціонерних товариств розвинутих країн ЄС

нарощувати основний капітал. Вплив податкових ставок на формування основного капіталу акціонерних товариств, подібно до країн ЦСЄ, є негативним, проте не значимим. Досить високий показник константи свідчить, що поведінка залежної змінної пояснюється відмінними від обраних показниками.

З проаналізованих в цьому параграфі показників стає зрозуміло, що інституційне середовище діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ є слабшим за всіма виокремленими параметрами від інституційного середовища розвинутих країн ЄС.

З іншої сторони, слід відмітити, що на основі аналізу зовнішніх інституційних чинників діяльності акціонерних товариств ми прийшли до висновку, що інституційне середовище країн ЦСЄ протягом 2000 – 2013 років демонструвало тенденцію до покращення та наближення до показників, притаманних розвинутих країнам ЄС. Відповідно, наступним важливим кроком, на нашу думку, є дослідження внутрішніх інституційних чинників діяльності акціонерних товариств, тобто тих чинників, які більшою мірою залежать від конкретного акціонерного товариства. Саме цьому питанню й буде присвячено наступний параграф дисертаційної роботи.

2.3. Якість корпоративного управління акціонерних товариств країн ЦСЄ та лістинг на фондових біржах

До внутрішніх чинників інституційного середовища функціонування акціонерних товариств, як було зазначено вище, ми віднесли якість корпоративного управління та структуру власності. Такі чинники, на нашу думку, більшою мірою залежать від рішень, які приймаються на конкретному підприємстві.

Нагадаємо, що ефективне корпоративне управління передбачає забезпечення захисту прав інвесторів, формування надійних механізмів управління та контролю, а також відкритість та прозорість акціонерного товариства. Відповідно, якість корпоративного управління в країнах світу є одним з індикаторів успішності та надійності компаній, який враховується до лістингових вимог розвинутих країн. Це показник, який характеризує інституційне середовище всередині підприємства та

безпосередньо впливає на вартість акцій, отже, відіграє велике значення у прийнятті інвестиційних рішень. З точки зору фінансових показників підприємство може виглядати досить привабливо, проте така привабливість може бути знівельована закритістю корпоративного сектора та низькою якістю корпоративного управління. Інвестори ж готові платити більше за акції компаній з високою якістю корпоративного управління в порівнянні з компаніями, де управління знаходиться на низькому рівні [153, с. 31].

Як вже було згадано вище, забезпечення контролю та дієвого функціонування новостворених інститутів повинно відбуватися не лише на загальнодержавному, саморегульованому та міжнародному рівнях, але й на рівні кожного окремого акціонерного товариства, тобто на рівні корпоративному.

В країнах з перехідною економікою корпоративне управління почало формуватися з появою перших акціонерних товариств. Методи проведення приватизації (табл. 2.20) в цих країнах мали визначальний вплив на формування структури акціонерного капіталу, яка, в свою чергу, разом з наявним недосконалим інституційним середовищем вплинула на якість корпоративного управління [153, с. 32]. Методи, застосовані під час приватизації в країнах ЦСЄ та пострадянських країнах наведені в таблиці 2.20.

Відповідно до методів приватизації, П. Мордейк розподіляє досліджувані країни на дві основні групи [28, с. 385-386]:

- 1) країни, які провели швидку масову приватизацію;
- 2) країни, в яких приватизація була проведена більш послідовно.

До першої групи можемо віднести Чехію, Словенію, Латвію, Литву, а також Україну та Росію. Слід відмітити, що ні в одній з цих країн на початковому етапі приватизації не було прямих продажів підприємств стратегічним інвесторам (табл. 2.20). В Чехії, Латвії, Литві та Росії це був вторинний метод приватизації.

Створення фондових ринків в цих країнах, на думку П. Мордейка, з однієї сторони було процесом об'єктивним, а з іншої наслідком процесу приватизації. Права власності були розподілені серед всього населення через ваучерні схеми за низькими або символічними цінами або викуплені представниками підприємств.

Оскільки ваучери могли бути обмінені на акції державних підприємств чи інвестиційних фондів, виникла негайна необхідність у створенні вторинного ринку. Проте, фондові біржі на той час не могли запропонувати відповідні можливості ефективного обміну правами власності. В результаті цього, значна частина трансакцій проводилася на неофіційному ринку. Фондовий ринок цих країн відзначався високою волатильністю та піддавався впливу фінансових криз [28, с. 3].

Таблиця 2.20

Методи приватизації в країнах ЦСЄ та деяких пострадянських країнах

Країни	Перший етап приватизації (1990-1994 рр.)			Другий етап приватизації (1995-1997 рр.)		
	Акціо- нування	Викуп	Ваучерна	Акціо- нування	Викуп	Ваучерна
Країни ЦСЄ						
Польща	+				+	
Словаччина	+					+
Словенія		+				+
Угорщина	+				+	
Чехія			+	+		
Латвія			+	+		
Литва			+	+		
Естонія	+					+
Пострадянські країни						
Росія			+	+		
Україна			+		+	

Примітка: для Чехії замість даних за 2010 рік подано дані за 2006 рік.

Джерело: [154, с. 133].

Як наслідок, підприємства в цих країнах в кінцевому результаті потрапили у власність в основному до менеджерів-інсайдерів, розпорошених акціонерів-працівників та аутсайдерів. В багатьох випадках держава зберегла за собою значну частку власності [153, с. 33]. Такий розподіл акцій став на перешкоді ефективному корпоративному управлінню та контролю. При цьому в багатьох випадках права менеджменту стали значно ширшими за права акціонерів. Тобто, як відзначає М. Козлов, виникла проблема відсутності ефективного власника та забезпечення його впливу на управління та контроль в компанії [32, с. 23]. Саме тому на даний час системи корпоративного управління в переважній більшості країн ЦСЄ ще далекі

від ідеальних. Акціонерні товариства цих країн контролюються переважно внутрішніми власниками (інсайдерами), а захист інтересів інвесторів є досить обмежений [153, с. 32].

В інших країнах регіону приватизація була більш послідовною та передбачала одночасно декілька механізмів: продаж акцій менеджерам та працівникам, продаж стратегічним інвесторам, а також публічне розміщення. До таких країн належать, зокрема, Польща та Угорщина. Такий процес дозволив провести узгоджене створення централізованого фондового ринку в зазначених країнах, який поступово набував відповідних технічних засобів, необхідних для ефективного функціонування. Кількість акцій, включених до лістингу на польському та угорському ринках на початковому етапі була досить обмеженою. Рівні лістингу з більш гнучкими вимогами були створені на фондових біржах цих країн дещо пізніше [28, с. 386].

Доказом взаємозв'язку приватизаційної стратегії та якості корпоративного управління є показники, представлені в таблиці 2.21.

Таблиця 2.21

Результати корпоративного управління у 1997 році в країнах ЦСЄ

Показники якості корпоративного управління	Польща	Угорщина	Чехія
Прозорість	****	***	**
Розкриття інформації	****	**	*
Корпоративні доходи	****	***	***
Захист: - дрібних акціонерів	***	**	**
- від витоку інсайдерської інформації	***	**	**

Примітка: **** - чудовий результат; *** - хороший; ** - задовільний; * - поганий.
Джерело: [155].

Прозорість та належне розкриття інформації є невід'ємною умовою ефективного корпоративного управління. Діяльність товариства у прозорому режимі, за зрозумілими для всіх "правилами гри" дозволяє підвищити його ефективність, сприяє захисту та реалізації прав інвесторів, залученню внутрішніх і зовнішніх інвестицій [96]. Показник "корпоративні доходи" визначає рівень точності та достовірності фінансової звітності. Під захистом дрібних акціонерів мається на увазі те, наскільки добре ці дрібні акціонери захищені від зловживань з боку власників великих пакетів акцій, а під захистом від витоку інсайдерської інформації

те, наскільки ринок є вільним від незаконних операцій з цінними паперами на основі „внутрішньої” інформації про компанії.

Співставлення показників таблиць 2.20, 2.21 та 2.22 доводить прямий взаємозв'язок між формою проведення приватизації та ефективністю подальшого управління підприємством. Так, наприклад, в Польщі, Угорщині, Естонії та Словаччині високі показники якості корпоративного управління зумовлені сприятливим початковим методом приватизації (акціонуванням). А ось Чехія демонструє вже нижчий рівень якості корпоративного управління, зумовлений відповідно вибором іншого початкового методу приватизації (ваучерної приватизації).

З таблиці 2.22 можемо простежити, що навіть в 2002 та 2012 (2010) роках показники рівня корпоративного управління та розвитку фондового ринку в Польщі та Угорщині, країнах, в яких на жодному етапі не застосовувалась ваучерна приватизація, й далі перевищують відповідні показники Чехії та інших досліджуваних країн.

Таблиця 2.22

Якість корпоративного управління та реорганізації підприємств в країнах ЦСЄ та пострадянських країнах в 1995 – 2014 роках

Країни	1995	2002	2014
Країни ЦСЄ			
Польща	3	3+	4-
Словаччина	3	3	4-
Словенія	3	3 –	3
Угорщина	3	3+	4-
Чехія	3	3+	3+
Латвія	2	3	3+
Литва	2	3	3
Естонія	3	3+	4-
Пострадянські країни			
Росія	2	2+	2+
Україна	2	2	2+

Примітка: Оцінки показників подаються в балах від 1 до 4+, де 1 характеризує практично повну відсутність процесу перебудови жорстко побудованої планової економіки, а 4+ свідчить про досягнення діючих у промислово розвинутих країнах стандартів ринкової економіки. Для Чехії дані подані за 1995, 2002 та 2006 роки.

* - дані подані за 2010 рік для можливості порівняння з аналогічними даними за 2002 рік, оскільки, починаючи з 2011 року ЄБРР публікує окремі показники для фондових ринків (під назвою "ринки капіталу") та небанківських фінансових організацій.

Джерело: [61], [157], [159].

Станом на 2012 рік в Польщі, Словаччині, Угорщині, Чехії, Латвії та Естонії корпоративне управління приватизованими підприємствами було значно покращено, проте показники ще не досягли рівня промислово розвинутих країн (що відповідає оцінці 4+). Найкращі результати якості корпоративного управління показали такі країни, як Польща, Угорщина, Словаччина та Естонія. Тоді як в Росії та Україні наявні великі невирішені питання щодо корпоративного управління.

З таблиць 2.21 та 2.22 ми змогли переконатися, що, наприклад, в Польщі та Угорщині високі показники якості корпоративного управління зумовлені сприятливим початковим методом приватизації (акціонуванням), тоді як Чехія демонструє вже нижчий рівень якості корпоративного управління, зумовлений відповідно вибором іншого початкового методу приватизації (ваучерної приватизації).

Покращення показників якості корпоративного управління в країнах ЦСЄ протягом 2002 – 2014 років (табл. 2.22) є, на нашу думку, прямим свідченням прагнення цих країн максимально наблизити якість корпоративного управління до стандартів розвинутих країн ЄС.

Доказом приналежності проблеми якості корпоративного управління в країнах ЦСЄ до важливих питань побудови ефективної ринкової економіки є, зокрема, результати Звітності щодо питань екології, соціальної сфери та корпоративного управління (ESG), яка формується організацією під назвою Глобальна ініціатива щодо звітності (The Global Reporting Initiative, GRI). Світова федерація фондових бірж зазначає, що корпоративне управління в країнах ЦСЄ завжди було надзвичайно важливим питанням в ESG-звітності. Починаючи з 2002 року реформи щодо корпоративного управління були проведені в усіх країнах ЦСЄ. Відповідно, починаючи з 2009 року кодекс корпоративного управління вступив в силу в країнах ЦСЄ, які стали членами ЄС в 2004 та 2007 роках. В кожній з цих країн місцева фондова біржа відіграла значну роль в розробці та реалізації цього кодексу. Імплементация кодексу корпоративного управління в кожній з країн ЦСЄ призвело до поступового та сталого покращення показників корпоративного управління. Для досягнення цієї мети було проведено низку конференцій та інших організаційних

заходів, які, в свою чергу, дозволили підвищити свідомість, “виховати” фондові біржі та регулюючі органи, підвищити кваліфікацію керівництва та членів ради директорів компаній, акції яких перебувають у лістингу, спрямувати увагу засобів масової інформації на події в сфері корпоративного управління.

В 2002-2009 роках в країнах ЦСЄ спостерігається поступове покращення розкриття фінансової інформації відповідно до національного законодавства та його гармонізації згідно з вимогами ЄС в сфері бухгалтерського обліку, аудиту, корпоративного управління та розкриття фінансової інформації [160].

Так, зокрема, в Польщі кодекс корпоративного управління для публічних компаній, які перебувають у лістингу на Варшавській фондовій біржі (ВФБ) вперше було прийнято в 2002 році, після чого оновлено в 2004, 2007 та 2010 роках. Найновіша версія «Найкращих практик публічних компаній, що перебувають у лістингу на ВФБ» була представлена у 2012 році [161]. Щодо Угорщини, то «Рекомендації щодо корпоративного управління» вперше були опубліковані Будапештською фондовою біржею в 2002 році з відповідними оновленнями в 2007 та 2008 роках. В Чехії Переглянутий кодекс корпоративного управління (заснований на принципах ОЕСР від 2001 року) було прийнято в 2001 році з відповідними оновленнями в 2004 році (відповідно до принципів ОЕСР від 2004 року). В Словаччині кодекс корпоративного управління (заснований на принципах ОЕСР) прийнято в 2002 році, в Словенії – в 2004. В країнах Балтії відповідні документи були прийняті в 2005-2006 роках (табл. Ж.2.1) [162].

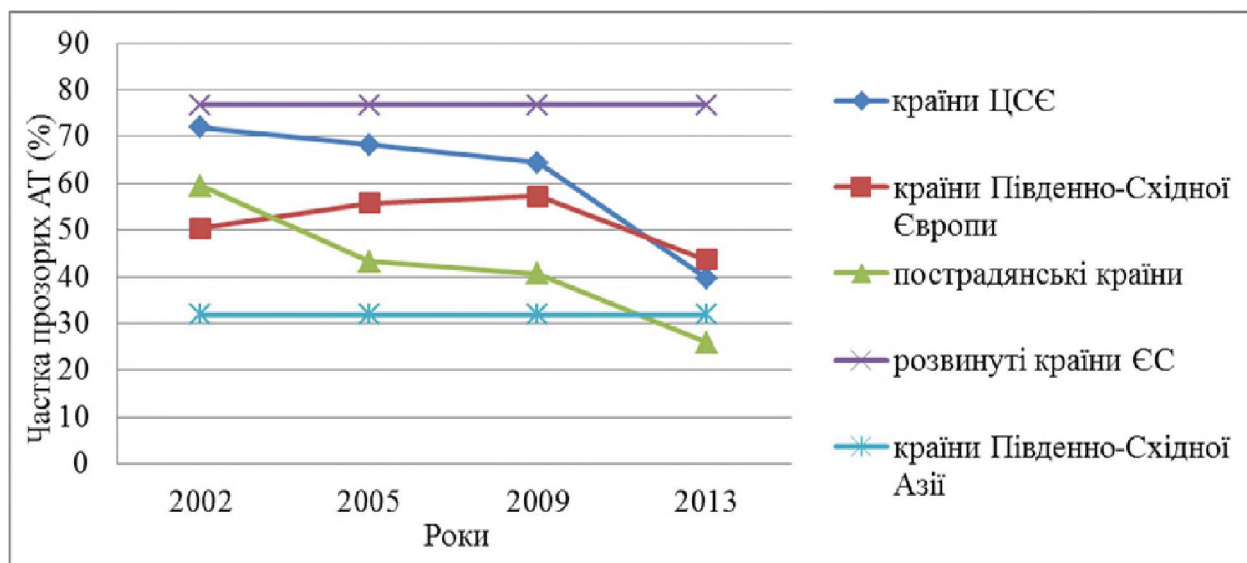
Виходячи з того, що якісне корпоративне управління передбачає забезпечення прозорості акціонерного товариства, розкриття інформації, а відтак й відповідність системи бухгалтерського обліку певним міжнародним нормам, вважаємо, що на основі показників, представлених в базі даних BEEPS, ми можемо проаналізувати якість корпоративного управління в країнах ЦСЄ порівняно з іншими країнами світу. Відповідно, показниками якості корпоративного управління обрано:

- по-перше, рівень прозорості (відкритості щорічної фінансової звітності перед зовнішніми аудиторами);

- використання акціонерним товариством міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ).

Проаналізуємо спершу якість корпоративного управління на основі показників прозорості акціонерних товариств (рис. 2.1 – 2.3).

З рис. 2.1 можемо побачити, що найбільш прозорими є акціонерні товариства розвинутих країн ЄС, а найнижчий рівень прозорості спостерігається відповідно в країнах Південно-Східної Азії (Південній Кореї та В'єтнамі). Найбільш наближеними до розвинутих країн ЄС за рівнем прозорості протягом 2002-2009 років були акціонерні товариства країн ЦСЄ, а до країн Південно-Східної Азії – пострадянські країни. З огляду на специфіку побудови бази даних ВЕЕПС, оцінювати динаміку зміни частки прозорих акціонерних товариств досить складно, оскільки перелік підприємств у вибірках за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки дещо різняться.



Примітка: дані по розвинутих країнам ЄС та країнам Південно-Східної Азії (Південній Кореї та В'єтнамі) наявні лише за 2005 рік і подані відповідно у вигляді лінії з метою наочної демонстрації рівня, до якого варто чи не варто прямувати досліджуванім країнам.

Джерело: складено автором на основі таблиць Д.2.1 та Д.2.3, сформованих на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки.

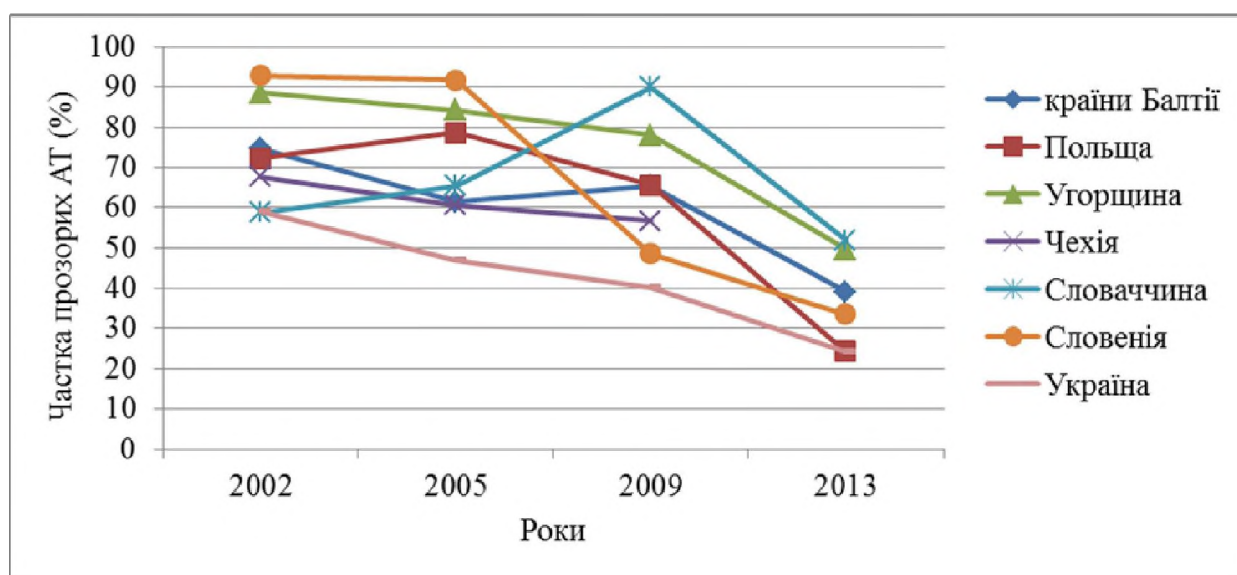
Рис. 2.1. Порівняльний аналіз частки прозорих акціонерних товариств в країнах ЦСЄ та інших країнах світу

Якщо ж порівняти частку прозорих акціонерних товариств з часткою прозорих підприємств інших організаційних форм, то частка останніх є значно нижчою (табл. Д.2.3, Д.2.4). Так, зокрема, в країнах ЦСЄ ця частка є нижчою в 1,5-2 рази. Це, в

свою чергу, є яскравим доказом того, що акціонерна форма власності є більш ринковою та сприяє формуванню більш відкритих та прозорих підприємств.

Цікавим є також випадок Китаю, який за показниками прозорості в 2013 році перевершує розвинуті країни ЄС (за 2005 рік). Частка прозорих акціонерних товариств в цій країні склала 85,3%, а частка прозорих підприємств інших організаційних форм 69,9% (табл. Д.2.5).

Дані, представлені на рис. 2.2 дають нам можливість порівняти прозорість акціонерних товариств всередині власне досліджуваної групи країн ЦСЄ, а також розглянути окремо рівень прозорості українських акціонерних товариств (рис. 2.2).

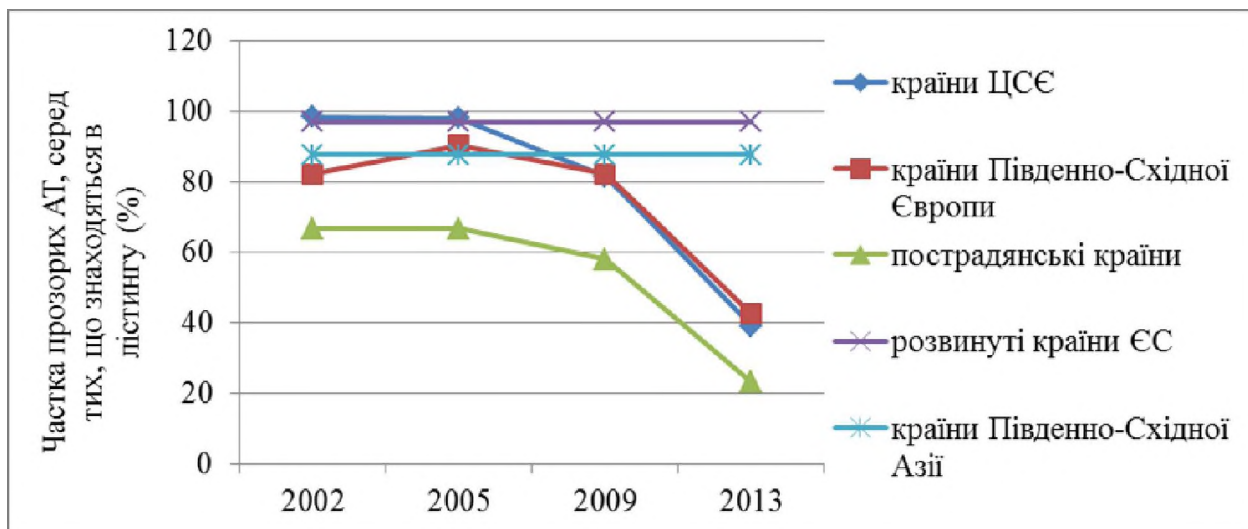


Джерело: складено автором на основі таблиць Е.2.1, Е.2.3, сформованих на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Рис. 2.2. Порівняльний аналіз частки прозорих акціонерних товариств країн ЦСЄ та України

Якщо абстрагуватися від аналізу динаміки частки прозорих акціонерних товариств для кожної країни, то з рис. 2.2 можемо зробити загальний висновок про те, що серед країн ЦСЄ стабільно порівняно високими є показники прозорості в Угорщині та країнах Балтії. В Україні ж ситуація подібна до загальної тенденції для пострадянських країн, тобто наближення показників до рівня країн Південно-Східної Азії. Для усіх країн ЦСЄ та України рівень прозорості підприємств інших організаційних форм є знову ж таки значно нижчим за рівень прозорості акціонерних товариств (табл. Е.2.3, Е.2.4).

Цікаво, на нашу думку, також є розглянути питання стосовно того, наскільки фондові біржі досліджуваних країн забезпечують прозорість та розкриття інформації лістинговими акціонерними товариствами. Для цього, проаналізуємо частку прозорих лістингових акціонерних товариств серед загальної кількості акціонерних товариств, які знаходяться у лістингу на фондових біржах (рис. 2.3).



Примітка: дані по розвинутим країнам ЄС та країнам Південно-Східної Азії (Південній Кореї та В'єтнамі) наявні лише за 2005 рік і подані відповідно у вигляді лінії з метою наочної демонстрації рівня, до якого варто прямувати досліджуваним країнам.

Джерело: складено автором на основі таблиці Є.2.1, Є.2.3, сформованої на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005 та 2009 роки.

Рис. 2.3. Порівняльний аналіз частки прозорих лістингових акціонерних товариств в країнах ЦСЄ та інших країнах світу

З рис. 2.3 можемо побачити доказ того, що фондові біржі розвинутих країн ЄС демонструють досить жорсткі вимоги щодо прозорості компаній, відповідно, частка прозорих акціонерних товариств, що знаходяться у лістингу, становила станом на 2005 рік 97,1%. Розглядаючи період з 2002 до 2009 років слід зазначити, що аналогічний показник для країн ЦСЄ протягом 2002-2005 років коливався в межах 98,5-98,2%, а в 2009 році становив 84%. З рис. 2.3.3. бачимо також, що прозорість лістингових акціонерних товариств в країнах Південно-Східної Європи є нижчою, а в пострадянських країнах – значно нижчою, за відповідний показник в країнах ЦСЄ (82,4 та 58,2 % в 2009 році відповідно).

Щодо результатів аналізу за 2013 рік (рис. 2.3) треба ще раз зазначити, що ми не можемо оцінювати динаміку рівня прозорості лістингових акціонерних товариств, оскільки вибірка підприємств в базі даних ВЕЕПС з року в рік значно

різнитися. Проте, і в 2013 році частка прозорих лістингових акціонерних товариств в країнах ЦСЄ є вищою за показник пострадянських країн.

Наступним досить важливим індикатором якості корпоративного управління є використання підприємством міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ). Ці стандарти, як обов'язкові, прийняті в деяких країнах Європи. Разом з тим, компанії країн-членів Європейського Союзу, обіг цінних паперів яких здійснюється на регульованих ринках, тобто фондових біржах, відповідно до Регламенту Європейського парламенту і Ради ЄС від 19 липня 2002 р. №1606/2002 зобов'язані, починаючи з 1 січня 2005 р., застосовувати міжнародні стандарти фінансової звітності для складення консолідованої фінансової звітності [163].

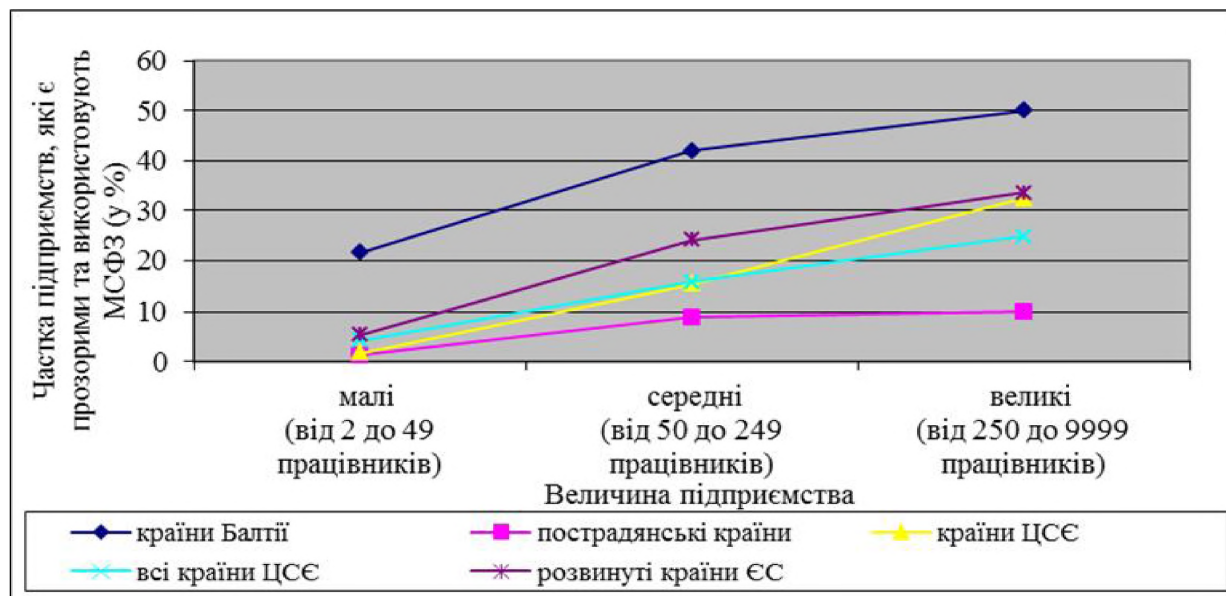
Порівнюючи ситуацію в країнах ЦСЄ з відповідною ситуацією в Україні, слід зазначити, що наша країна зробила перші кроки по переходу на МСФЗ у 1998 році, коли була затверджена Програма реформування системи бухгалтерського обліку із застосуванням міжнародних стандартів. Проте, лише з 2012 року відповідно до змін до Закону «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» (прийнятих в червні 2011 року), публічні акціонерні товариства та фінансові установи почали подавати звіти за МСФЗ. Починаючи з 2013 року такі звіти зобов'язані складати всі компанії, які займаються наданням фінансових послуг, а також недержавним пенсійним забезпеченням, а з 2014 року – компанії, що надають допоміжні послуги у сфері фінансового посередництва та страхування [164].

Використовуючи за показник якості корпоративного управління одночасно рівень прозорості (відкритості щорічної фінансової звітності перед зовнішніми аудиторами) та використання акціонерним товариством міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), проаналізуємо яким чином якість корпоративного управління залежить від величини та рівня концентрації власності на підприємствах досліджуваних груп країн (рис. 2.4 – 2.5). Зважаючи на особливості побудови бази даних ВЕЕПС такий аналіз маємо можливість провести лише за 2005 рік. В базі даних за 2009 рік показник використання підприємствами МСФЗ відсутній.

Таким чином, ми матимемо можливість протестувати дві гіпотези:

- 1) гіпотеза щодо прямої залежності величини акціонерного товариства та якості корпоративного управління;
- 2) гіпотеза щодо оберненої залежності між концентрацією власності та якістю корпоративного управління.

Тестуючи ці дві гіпотези, ми дещо видозмінили досліджувані групи країн, розподіливши всі країни ЦСЄ на дві групи: країни Балтії (Латвія, Литва та Естонія) та просто країни ЦСЄ (Польща, Угорщина, Чехія, Словаччина та Словенія).



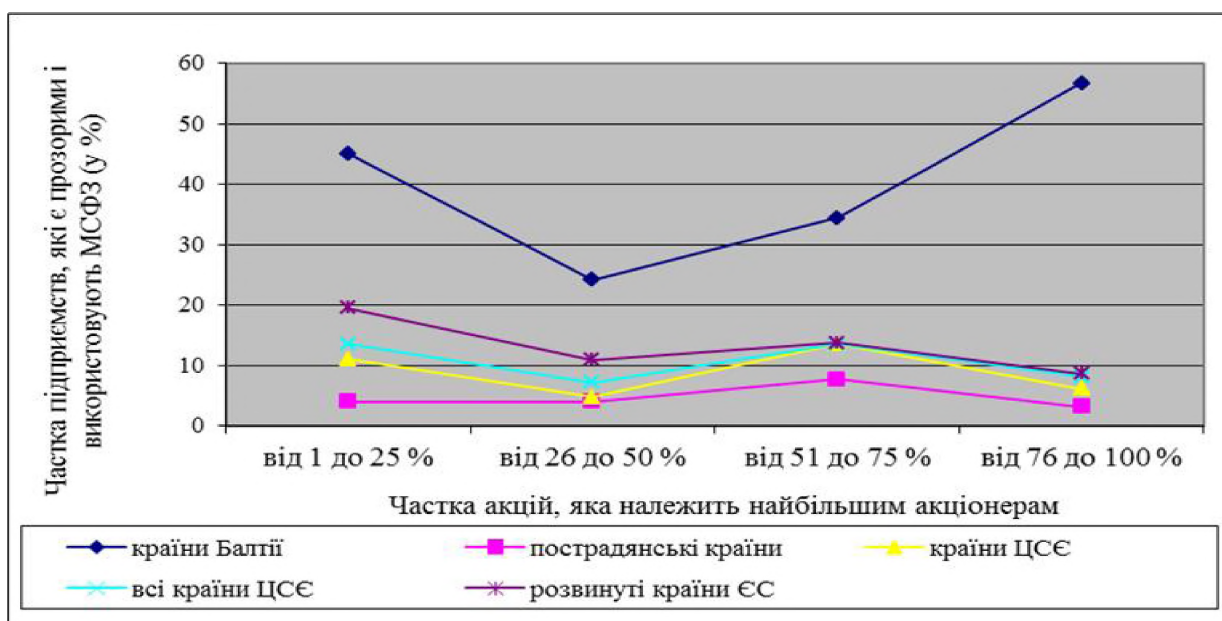
Джерело: Розрахунки автора на основі бази даних ВЕЕПС за 2005 рік.

Рис. 2.4. Взаємозалежність величини та якості корпоративного управління акціонерних товариств в країнах ЦСЄ та розвинутих країнах ЄС в 2005 році

З рис. 2.4 бачимо, що чим більше підприємство, тим більша ймовірність використання ним визначених нами складових корпоративного управління. Як не дивно, найвищий рівень якості корпоративного управління в нашій вибірці спостерігається не в розвинутих країнах ЄС, а в країнах Балтії. Розвинуті країни ЄС займають в даному випадку лише друге місце. А ось акціонерні товариства пострадянських країн демонструють найнижчий рівень корпоративного управління. Слід також відзначити, що якість корпоративного управління на малих підприємствах країн ЦСЄ, пострадянських країн та розвинутих країн ЄС суттєво не відрізняється та є досить низькою. Причиною ж відмови малих підприємств від МСФЗ можуть бути високі затрати та ризики, пов'язані з прозорістю та відкритістю.

Відповідно, можемо зробити висновок, що наша перша гіпотеза підтвердилася. Великі акціонерні товариства потребують залучення значно більших інвестиційних ресурсів, тому більш зацікавлені у виході на фондові ринки та мають більші можливості для забезпечення вищого рівня прозорості своєї діяльності.

Якщо ж проаналізувати взаємозалежність концентрації власності та якості корпоративного управління, то в країнах Балтії найвищий рівень корпоративного управління спостерігається при найбільшій концентрації, досить високим він є також в акціонерних товариствах з найнижчою концентрацією власності. В розвинутих країнах ЄС найвищий рівень корпоративного управління спостерігається навпаки при найнижчій концентрації власності, а в країнах ЦСЄ – при найнижчій та досить високій (51-75 %) концентрації власності (рис. 2.5).



Джерело: Розрахунки автора на основі бази даних ВЕЕПС за 2005 рік.

Рис. 2.5. Концентрація власності та якість корпоративного управління акціонерних товариств країн ЦСЄ та розвинутих країн ЄС в 2005 році

Такі результати по країнах Балтії підтверджують точку зору А. Берлі та Г. Мінза [83] щодо прямої залежності між концентрацією власності та рівнем корпоративного управління. Для решти ж країн така тенденція не простежується зовсім, для цих країн більш характерною є ситуація, описана, зокрема, Р. Ла Портою, Ф. Лопес-де-Сіланесом, А. Шляйфером, Р. Вішні [37] та Я. Міркіним [47], при якій більша розпорошеність акціонерного капіталу призводить до покращення

якості корпоративного управління та підвищення рівня захисту прав акціонерів. Отже, друга наша гіпотеза в переважній більшості випадків також підтверджується.

Для того, щоб довести, що внутрішні чинники інституційного середовища, а саме якість корпоративного управління, мають велике значення для результатів економічної діяльності акціонерних товариств, а відтак і для підвищення рівня інвестиційної привабливості цих підприємств, ми вирішили дослідити вплив рівня прозорості та використання акціонерними товариствами МСФЗ на показники економічної діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ та порівняти їх з результатами розвинутих країн ЄС.

Емпіричні дослідження впливу якості корпоративного управління на результати економічної діяльності підприємств проводилися багатьма економістами, відповідно в кожному конкретному випадку дослідниками обиралися різні показники, які характеризують результати економічної діяльності підприємства. Як правило, таким показником виступала рентабельність підприємства [129], проте, зокрема, Р. Фрідман, К. Грей, М. Хессел та А. Рапачинський [126] в своєму дослідженні використали показники середнього доходу на робітника та середніх витрат, які припадають на одиницю валового доходу, І. Акімова та Г. Швьодіауер [128] проводили відповідне дослідження з використанням показника продуктивності праці, а С. Клесенс та С. Дянков [127] використовували як показник продуктивності праці, так і коефіцієнт Тобіна та сукупну продуктивність виробництва.

Враховуючи відсутність в базі даних BEEPS показників прибутковості, рентабельності та продуктивності, результати економічної діяльності акціонерних товариств нами було вирішено досліджувати на основі таких показників, як обсяги продаж та зміни в основних засобах (формуванні основного капіталу).

Оскільки емпіричні дослідження 90-х років демонструють, що повної єдності поглядів щодо характеру впливу різних інституційних факторів на результати економічної діяльності підприємств не досягнуто ми вирішили дещо розширити модель і включити в неї поряд з показниками якості корпоративного управління й інші незалежні змінні. Так, зокрема, протилежні або невизначені емпіричні результати отримано економістами за такими питаннями, як: роль приватизації в

підвищенні ефективності діяльності підприємств, порівняльна ефективність державних та приватних підприємств, вплив рівня концентрації акціонерної власності на результати діяльності компанії (хоча детальні дослідження не проводились) [129].

Отже, ми побудували та дослідили наступні моделі:

1) для даних за 2005 рік:

$$\text{SALES} = \beta_0 + \beta_1 * \text{TRANSP} + \beta_2 * \text{IFRS} + \beta_3 * \text{CONCENT} + \beta_4 * \text{INSID} + \beta_5 * \text{PRIVATIZ} + \beta_6 * \text{OWN}, \quad (2.4)$$

$$\text{FIXED_ASSETS} = \beta_0 + \beta_1 * \text{TRANSP} + \beta_2 * \text{IFRS} + \beta_3 * \text{CONCENT} + \beta_4 * \text{INSID} + \beta_5 * \text{PRIVATIZ} + \beta_6 * \text{OWN}, \quad (2.5)$$

2) для даних за 2013 рік:

$$\text{FIXED_ASSETS} = \beta_0 + \beta_1 * \text{TRANSP} + \beta_2 * \text{CONCENT}, \quad (2.6)$$

де TRANSP – прозорість підприємства (відкритість фінансової звітності перед зовнішніми аудиторами); IFRS – використання підприємством міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ); CONCENT – концентрація власності; INSID – вплив інсайдерів на результати економічної діяльності підприємств; PRIVATIZ – приватизація (чи підприємство є приватизованим, чи приватним від початку свого створення); OWN – форма власності підприємства (приватна чи державна); SALES – обсяги продаж; FIXED_ASSETS – основні засоби (основний капітал).

В дослідженні використана пробіт-модель, обрахунки здійснено в статистичному пакеті STATA. Відповідно показники, які використовуються в аналізі мають наступний вигляд: 1) SALES = 1, якщо за останні 3 роки відбулося зростання продаж, 0 – інше (продажі зменшилися або залишилися без змін); 2) FIXED_ASSETS = 1, якщо за останні 3 роки відбулося збільшення основних засобів, 0 - інше (основні засоби зменшилися або залишилися без змін); 3) TRANSP = 1, якщо щорічна фінансова звітність підприємства відкрита для зовнішніх аудиторів, 0 – інше; 4) IFRS = 1, якщо підприємство використовує такі стандарти, 0 – інше; 5) PRIVATIZ = 1, якщо підприємство є приватизоване, 0 – інше (наприклад, якщо підприємство є приватним з моменту створення або мова йде про спільне

підприємство); 6) OWN = 1, якщо підприємство є приватним, 0 – якщо це державне підприємство; 7) INSID = 1, якщо найбільшими акціонерами є інсайтери, 0 – інше; 8) CONCENT (для даних за 2005 рік) = 1, якщо найбільші акціонери володіють 76-100 % акціонерного капіталу підприємства (контрольний пакет акцій 1-го та 2-го рівня), 2 – якщо така частка складає 51-75 % (контрольний пакет 3-го та 4-го рівня), 3 – 26-50 % (блокуючий пакет) і 4 – якщо 1-25 % відповідно (ініціативний пакет); 9) CONCENT (для даних за 2013 рік) представлена просто у відсотках від 1 до 100 %, чим більшим є значення, тим вищою є концентрація власності; 10) фіктивні змінні для таких країн, як Білорусія, Росія, Україна, Польща, Угорщина, Словаччина, Чехія, Латвія, Литва, Естонія, Німеччина, Греція та Іспанія.

Слід зауважити, що модель, побудована для 2013 року (формула 2.6), має дещо інший вигляд через відсутність в базі даних ВЕЕПС за 2013 рік деяких показників, зокрема, даних про приватизацію, структуру власності, використання підприємством МСФЗ та складність обрахунку зміни в обсягах продаж.

Всі досліджувані країни ми розділили на три групи:

1) країни ЦСЄ, до яких потрапили Польща, Угорщина, Чехія, Словаччина, Словенія, Латвія, Литва та Естонія у 2005 році та такі самі країни, за винятком Чехії у 2013 році;

2) розвинуті країни ЄС – Німеччина, Португалія, Греція, Іспанія та Ірландія;

3) пострадянські країни – Україна, Росія, Молдова та Білорусія.

Побудована загальна модель для трьох груп країн Європи на основі даних за 2005 рік переконливо доводить позитивний вплив покращення якості корпоративного управління як на зростання обсягів продаж, так і на приріст основного капіталу акціонерних товариств (табл. 2.23).

З метою отримання більш детальних результатів ми провели відповідні обрахунки окремо для кожної з груп країн і знову ж таки переконалися у наявності прямої залежності між обраними складовими якості корпоративного управління та показниками результатів економічної діяльності акціонерних товариств, яка особливо чітко прослідковується в розвинутих країнах ЄС, а також в країнах ЦСЄ (табл. 2.24). В пострадянських країнах значимим є лише вплив такого показника

якості корпоративного управління, як прозорість. Такий результат можна пояснити досить невеликою часткою акціонерних товариств в цих країнах, які станом на 2005 рік використовували МСФЗ.

Таблиця 2.23

Внутрішні інституційні фактори впливу на показники економічної діяльності акціонерних товариств країн Європи в 2005 році

Незалежні змінні	Показники економічної діяльності АТ	
	Обсяги продаж	Основний капітал
МСФЗ	0,2118***	0,2682***
Прозорість	0,3137***	0,3323***
Приватизація	-0,0441	-0,1658
Інсайдери	0,0394	-0,1902
Концентрація власності	0,0481	0,0907***
Константа	0,2514	-0,4458***
Країни ЦСЄ	-0,4076***	-0,1896*
Розвинуті країни ЄС	-0,4473***	-0,3739***
χ^2 (F test)	69,14	75,91
Prob > χ^2	0,0000	0,0000
Кількість спостережень	2293	2293

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 ВЕЕРS за 2005 рік.

За результатами аналізу значимими показниками в наших моделях поряд з прозорістю та використанням підприємствами МСФЗ є концентрація власності та приватизація. Показник власності був виключений з моделі через колінеарність.

Вплив концентрації власності на результати економічної діяльності акціонерних товариств є порівняно слабким, значимими результати є лише при дослідженні впливу концентрації власності на основні засоби в країнах ЦСЄ та розвинутих країнах ЄС в 2005 році. Результати дослідження доводять, що чим меншою є концентрація власності, тим кращими є показники діяльності акціонерних товариств. Отримані результати є протилежними до висновків С. Клесенса та С. Дянкова, зроблених на основі дослідження чеських підприємств в 1992-1997 роках. За результатами їх дослідження більша концентрація власності призводить до збільшення рентабельності та продуктивності праці [127, с. 6, 11, 20].

Характерним для пострадянських країн також є досить значимий негативний вплив приватизації на подальші результати економічної діяльності акціонерних товариств (табл. 2.24), що є черговим доказом висновків, зроблених нами на початку

параграфу щодо взаємозалежності методів приватизації та подальшої ефективності приватизованих підприємств.

Таблиця 2.24

Внутрішні інституційні фактори впливу на показники економічної діяльності акціонерних товариств в пострадянських країнах і розвинутих країнах ЄС в 2005 році та країнах ЦСЄ в 2005 і 2013 роках

Незалежні змінні	Пострадянські країни (2005)		Розвинуті країни ЄС (2005)		Країни ЦСЄ (2005)		Країни ЦСЄ (2013)
	обсяги продаж	основний капітал	обсяги продаж	основний капітал	обсяги продаж	основний капітал	основний капітал
МСФЗ	0,1139	0,3158	0,3016*	0,3829*	0,2385**	0,1408	-
Прозорість	0,3505**	0,3526**	0,2931*	0,2831*	0,2868**	0,2562**	0,2704***
Приватизація	-0,3628*	-0,3643*	0,0929	0,0606	0,2355	-0,1249	-
Інсайдери	0,0182	-0,3150	0,1892	0,0813	-0,2320	-0,2686	-
Концентрація власності	-0,0231	0,0687	0,0139	0,1042*	0,0449	0,0728*	-0,0020
Константа	0,6970***	-0,4826**	-0,2761	-1,4046***	0,0340	-0,3435**	0,6080***
Білорусія	-0,4751**	0,3665*	-	-	-	-	-
Росія	-0,2081	0,0656	-	-	-	-	-
Україна	-0,3354*	-0,0760	-	-	-	-	-
Польща	-	-	-0,0111	0,5882	-	-	-0,6236
Угорщина	-	-	-0,0227	0,5972	-	-	-0,9048
Словаччина	-	-	0,1204	0,7798**	-	-	-0,6276
Чехія	-	-	-0,0056	0,3816	-	-	-
Латвія	-	-	0,5460	0,7825*	-	-	-0,6945
Литва	-	-	0,4326	1,0308***	-	-	-0,3599
Естонія	-	-	0,1279	0,6935*	-	-	-0,3995
Німеччина	-	-	-	-	-0,8275***	-1,0524***	-
Португалія	-	-	-	-	-0,8797***	-0,5054**	-
Іспанія	-	-	-	-	0,0609	-0,2346**	-
chi2 (F test)	16,33	35,98	27,29	42,29	135,10	115,15	95,09
Prob > chi2	0,0379	0,0000	0,0070	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Pseudo R2	0,0227	0,0455	0,0370	0,0573	0,0842	0,0741	0,0425
К-сть спост.	576	576	542	542	1175	1175	1606

Примітка: * - показник є статистично значимий на рівні 5 %. ** - показник є статистично значимий на рівні 1%. *** - показник є статистично значимий на рівні 0,1%.

Джерело: Розрахунки автора на основі бази даних BEEPS за 2005 та 2013 рік [165].

Загалом, отримані нами результати є доказом важливості внутрішніх інституційних чинників розвитку акціонерних товариств, а саме якості корпоративного управління та концентрації власності для економічної діяльності як акціонерних товариств досліджуваних країн [165], так і для підприємств інших організаційних форм (табл. К.2.1).

В теоретичному розділі нашої дисертаційної роботи ми визначили, що ще одним показником внутрішнього інституційного середовища є структура власності акціонерного товариства. Поведінка власника залежить від того, ким він є – менеджером чи звичайним працівником, національним інвестором чи іноземним, приватною особою чи державою, та відповідно, від того які цілі переслідує – розподіл отриманого прибутку на виплату зарплат чи сплату дивідендів, впровадження нових технологій та зростання прибутків в майбутньому чи отримання всіх можливих «останніх» доходів сьогодні та повне консервування підприємства.

Нагадаємо, що дослідження впливу різних типів власників на економічну діяльність підприємств проводилися такими економістами, як І. Акімова та Г. Швьодіауер [128], С. Клесенс та С. Дянков [127], Р. Фрідман, К. Грей, М. Хессел та А. Рапачинський [126], А. Рачинский [124, 125], А. Радигін А. Д. та Р. Ентов [129].

Оскільки в дослідженнях впливу типу власника на результати економічної діяльності акціонерних товариств ще досі існують певні невирішені моменти, вважаємо за доцільне, дослідити це питання на основі показників бази даних BEEPS.

Подібно до попереднього дослідження побудуємо дві моделі:

$$1) \text{ SALES} = \beta_0 + \beta_1 * \text{INDIV} + \beta_2 * \text{FAM} + \beta_3 * \text{GEN_PUB} + \beta_4 * \text{DOM_COMP} + \beta_5 * \text{FOR_COMP} + \beta_6 * \text{BANK} + \beta_7 * \text{INV_FUND} + \beta_8 * \text{MANAG} + \beta_9 * \text{EMPL} + \beta_{10} * \text{GOVER}, \quad (2.7)$$

$$2) \text{ FIXED_ASSETS} = \beta_0 + \beta_1 * \text{INDIV} + \beta_2 * \text{FAM} + \beta_3 * \text{GEN_PUB} + \beta_4 * \text{DOM_COMP} + \beta_5 * \text{FOR_COMP} + \beta_6 * \text{BANK} + \beta_7 * \text{INV_FUND} + \beta_8 * \text{MANAG} + \beta_9 * \text{EMPL} + \beta_{10} * \text{GOVER}, \quad (2.8)$$

де INDIV – приватна особа; FAM – сім'я; GEN_PUB – населення; DOM_COMP – національні компанії; FOR_COMP – іноземні компанії; BANK – банки; INV_FUND – інвестиційні фонди; MANAG – менеджери компанії; EMPL – працівники компанії; GOVER – держава; SALES – обсяги продаж; FIXED_ASSETS – основні засоби (основний капітал).

Дослідження базується на використанні знову ж таки пробіт-моделі і проведено за допомогою статистичного пакету STATA. Відповідно показники, які

використовуються в аналізі мають наступний вигляд: 1) SALES = 1, якщо за останні 3 роки відбулося зростання продаж, 0 – інше (продажі зменшилися або залишилися без змін); 2) FIXED_ASSETS = 1, якщо за останні 3 роки відбулося збільшення основних засобів, 0 - інше (основні засоби зменшилися або залишилися без змін); 3) INDIV = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіє приватна особа, 0 – інше; 4) FAM = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіє сім'я, 0 – інше; 5) DOM_COMP = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіють національні компанії, 0 – інше; 6) FOR_COMP = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіють іноземні компанії, 0 – інше; 7) BANK = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіють банки, 0 – інше; 8) INV_FUND = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіють інвестиційні фонди, 0 – інше; 9) MANAG = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіють менеджери компанії, 0 – інше; 10) EMPL = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіють працівники компанії, 0 – інше; 11) GOVER = 1, якщо найбільшою часткою акціонерного капіталу володіє держава, 0 – інше; 12) фіктивні змінні таких країн, як Польща, Угорщина, Словаччина, Чехія, Латвія, Литва та Естонія.

Всі досліджувані країни ми знову ж таки розділили на три групи: (1) країни ЦСЄ (Польща, Угорщина, Чехія, Словаччина, Словенія, Латвія, Литва та Естонія); (2) розвинуті країни ЄС (Німеччина, Португалія, Греція, Іспанія та Ірландія); (3) пострадянські країни (Україна, Росія, Молдова та Білорусія). Дослідження було проведено на основі даних за 2005 рік, оскільки в новіших звітах відсутнє питання щодо структури власності. Значимими виявилися лише результати для вибірки великих акціонерних товариств країн ЦСЄ (табл. 2.25).

Як ми можемо побачити з таблиці 2.25 значимими показниками в нашому дослідженні є власність в руках приватної особи, іноземних компаній, а також сімей. Залежність між цими показниками та результатами економічної діяльності акціонерних товариств є прямою. На жаль, ніяких висновків щодо власності в руках менеджерів, працівників компаній, банків, населення, інвестиційних фондів та держави ми зробити не можемо [166]. Такі показники, як власність в руках

населення, банків, менеджерів компаній та держави були взагалі видалені програмою з моделі.

Таблиця 2.25

Вплив структури власності на економічну діяльність великих акціонерних товариств в країнах ЦСЄ в 2005 році

Незалежні змінні	Країни ЦСЄ	
	Обсяги продаж	Основний капітал
Приватна особа	1,3399 ^{***}	0,9109 [*]
Сім'я	2,4073 ^{***}	0,8771
Національні компанії	0,5149	1,0882 [*]
Іноземні компанії	1,1586 [*]	1,2861 ^{**}
Інвестиційні фонди	-0,1566	0,4886
Працівники компаній	0,7073	0,3524
Константа	0,4175	-1,0658
Польща	-0,5556	0,0600
Угорщина	-1,6728 ^{**}	0,1655
Словаччина	-1,6671 [*]	-
Чехія	-1,4803 [*]	-0,2060
Латвія	-0,6930	0,7062
Литва	-1,5274 [*]	0,8365
Естонія	-1,5050 [*]	0,5901
chi2 (F test)	24,9	18,9
Prob > chi2	0,0238	0,0910
Pseudo R2	0,1370	0,1079
K-сть спост.	135	127

Примітка: * - показник є статистично значимий на рівні 5 %. ** - показник є статистично значимий на рівні 1%. *** - показник є статистично значимий на рівні 0,1%.

Джерело: Розрахунки автора на основі бази даних ВЕЕПС за 2005 рік [166].

Отримані нами результати підтверджують проведені до цього часу дослідження. Так, зокрема, присутність позитивного впливу іноземних інвесторів на результати економічної діяльності підприємств була підтверджена в роботах таких економістів, як С. Клесенс та С. Дянков [127], а також І. Акімова та Г. Швьодіауер [128]. Що ж до власності в руках приватної особи та сімей, то в даному випадку слід згадати дослідження Р. Фрідмана, К. Грея, М. Хессела та А. Рапачинського. Проаналізувавши показники підприємств Польщі та Угорщини, економісти прийшли до висновку, що фірми, якими володіють аутсайтери демонструють кращі результати за більшістю показників реструктуризації, ніж фірми, що знаходилися у володінні інсайдерів. Відповідно фірми, що знаходились у приватній власності, виявилися ефективнішими за державні підприємства [126].

Висновки до розділу 2

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, 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.

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 розвинутим 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 неналежне 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 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. 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.

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, Ф. 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.

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 та сімей та покращенням таких показників економічної діяльності великих акціонерних товариств, як обсяги продаж та основний капітал.

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. Відповідно наступний розділ дисертаційної роботи буде присвячений саме аналізу місця та ролі інституційних реформ у функціонуванні ринку акціонерного капіталу досліджуваної групи країн.

Основні наукові результати розділу опубліковані у працях [149], [153], [165], [166].

РОЗДІЛ 3

МОДЕЛЮВАННЯ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В КРАЇНАХ ЦСЄ У ПРОЦЕСІ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

3.1. Рівень розвитку та ефективність ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ

В той час, як західні фондові ринки в 90-х роках знаходилися під впливом процесу фінансової глобалізації, швидких технологічних та масштабних структурних змін, формування альянсів та злиттів, перехідні економіки країн ЦСЄ мали зовсім інші проблеми. Ці країни повинні були побудувати з нуля інститути, механізми та сформувані вміння, які були відсутні в них півстоліття.

Рівень розвитку фондових ринків, сформованих в країнах ЦСЄ на початку 90-х років, наприкінці першого десятиліття функціонування був досить неоднорідними: деякі з них демонстрували такий рівень зрілості, який наближав їх до західних ринків, проте більше за організаційними досягненнями, ніж за розміром. До таких ринків належали, в першу чергу, Варшавська фондова біржа, а також Будапештська та Празька фондові біржі. Ці три ринки склали близько трьох четвертих капіталізації фондового ринку регіону (табл. 3.1). Інші ж ринки досліджуваного регіону страждали від різних перешкод та характеризувалися загальною затримкою процесу трансформації фінансової системи. Така неоднорідність відображала як умови, що існували при створенні фондових ринків (поряд з процесом приватизації), так і подальше нестабільне економічне та інституційне середовище. Адже, як відомо, фінансові ринки можуть правильно функціонувати лише за умови досягнення макроекономічної рівноваги та забезпечення належного інституційного середовища. В країнах ЦСЄ ці умови неможливо було досягти одночасно [28, с. 1-2, 4].

Проте, залишимо наразі пошук причин недостатнього розвитку ринків акціонерного капіталу досліджуваної групи країн і сконцентруємо свою увагу на

питанні, наскільки дійсно ефективними та важливими є ці ринки в економіці країн ЦСЄ.

Слід зауважити, що в економічній літературі поняття «ефективності фондового ринку» пов'язане з гіпотезою ефективного ринку, яка передбачає, що ціна, фінансового інструменту повністю відображає всю наявну інформацію, яка стосується даного активу.

В нашому ж аналізі ми дещо розширимо дане визначення і будемо розуміти під «ефективними ринками акціонерного капіталу» такі ринки, які виконують покладені на них функції, визначені нами вище.

Таблиця 3.1

Капіталізація фондових ринків країн ЦСЄ та інших країн світу в 1996 – 2012 роках (млрд. дол. США)

Країна	1996	1999	2004	2006	2008	2010	2012
Країни ЦСЄ							
Польща	8,39	29,58	71,10	149,05	90,23	190,23	177,73
Чехія	18,08	11,80	30,86	48,6	48,85	43,06	37,16
Угорщина	5,27	16,32	28,71	41,93	18,58	27,71	21,08
Словенія	0,66	2,18	9,68	15,18	11,77	9,43	6,47
Словаччина	2,18	1,06	4,4	5,57	5,08	4,15	4,61
Литва	0,9	1,14	6,46	10,19	3,62	5,66	3,96
Естонія	-	1,79	6,2	5,96	1,95	2,26	2,33
Латвія	0,15	0,39	1,65	2,7	1,61	1,25	1,11
Пострадянські країни							
Україна	-	1,12	11,78	42,87	24,36	39,46	20,71
Росія	37,23	72,21	267,96	1057,19	397,18	1004,52	874,66
Розвинуті країни світу							
Німеччина	671	1432,19	1194,52	1637,83	1107,96	1429,71	1486,31
Великобританія	1740,25	2933,28	2815,93	3794,31	1851,95	3107,04	3019,47
США	8484,43	16635,1	16323,7	19425,9	11737,6	17139	18688,3
Китай	113,76	330,70	639,77	2426,33	2793,61	4762,84	3697,38

Примітка: * - дані за 2003 рік.

Джерело: сформовано автором на основі [118].

Серед економістів, праці яких торкаються питань важливості фондових ринків та, відповідно, ринків акціонерного капіталу, а також ролі цих ринків в економічному зростанні слід виокремити Р. Левіна та С. Зервос [13], Р. Атьє та Б. Явановіча [12], Р. Раджана та Л. Зінгалеса [130], Ф. Гарсія та Л. Ліу [11], а також Дж. Вурглера [16]. Більшість економістів вважає, що фондові ринки можуть спричиняти значний поштовх в економічному розвитку країн.

Так, зокрема, як ми вже зазначали вище, на думку Ф. Гарсія та Л. Ліу, ріст обсягів операцій за посередництва фондового ринку, а відтак і ринку акціонерного капіталу, спричиняє зростання реальних доходів населення. І навпаки, значне зростання доходів спричиняє розвиток фондового ринку та відповідно ринку акціонерного капіталу. На думку економістів, з ростом доходу його циклічний компонент повинен впливати на зростання об'єму та індексів фондового ринку [11, с. 39].

Р. Атьє та Б. Явановіч підтвердили наявність кореляції між економічним зростанням та об'ємом торгів на фондовому ринку у відсотках від ВВП на основі даних по 40 країнам за період з 1980 по 1988 рік [12]. Подібним чином Р. Левін та С. Зервос [13], а також А. Сінгх [49] показали, що розвиток фондового ринку позитивно пов'язаний з економічним зростанням.

На думку Р. Левіна, фондові ринки впливають на економічну діяльність через створення так званої «ліквідності» [167, с. 7]. Відповідно, саме показник ліквідності фондового ринку розглядається як один з основних індикаторів ефективності досліджуваного ринку.

Як було зазначено нами вище, більша ліквідність ринку означає менші трансакційні витрати і навпаки, зі зменшенням ліквідності трансакційні витрати на ринку зростають. Таким чином, на основі аналізу показника ліквідності фондового ринку, тобто розміру трансакційних витрат, маємо змогу оцінити ефективність інституційних реформ на ринку акціонерного капіталу досліджуваної групи країн. Адже, чим меншими є трансакційні витрати, тим ефективнішими є інституційні реформи.

Значна частина прибуткових інвестиційних проектів передбачає довгострокове вкладення капіталу, проте інвестори, як правило, бажають постійно контролювати свої кошти. Ліквідні фондові ринки роблять інвестиції менш ризикованими та більш привабливими, оскільки дозволяють спочатку придбати певний актив, а потім, у разі необхідності, швидко та недорого продати його з метою доступу до своїх заощаджень чи просто зміни свого портфелю. Компанії ж, разом з тим, шляхом емісії акцій отримують постійний доступ до капіталу. Таким чином, шляхом залучення довгострокових більш вигідних інвестицій ліквідні фондові ринки покращують розподіл капіталу та відповідно перспективи довгострокового економічного зростання. Крім того, забезпечуючи менш ризикові та більш прибуткові інвестиції, ліквідний фондовий ринок може спричинити зростання інвестицій. Іншими словами, на думку Р. Левіна, інвестори прийдуть на ринок в тому випадку, коли будуть впевнені, що зможуть його покинути [13].

Проте, є й інші точки зору щодо впливу ліквідності на довгострокове економічне зростання. Деякі економісти вважають, що дуже ліквідні фондові ринки призводять до «короткозорості» інвестора. На таких ринках інвестор може втратити бажання займатися корпоративним контролем, наглядом за менеджерами, моніторингом фірми, її продуктивності та потенціалу. З цієї точки зору, підвищення ліквідності фондового ринку може перешкодити економічному зростанню [13; 167, с. 7].

Проаналізувавши рівні ліквідності фондових ринків 40 країн світу (як індустріальних, так і тих, що розвиваються) в 1976 році та співставивши їх з темпами економічного зростання цих країн, виміряними приростом ВВП на душу населення, впродовж наступних 1976-1993 років, Р. Левін прийшов до висновку щодо наявності прямої залежності між ліквідністю та подальшим економічним зростанням досліджуваних країн [167].

Як було зазначено вище, ліквідність фондового ринку може бути виміряна на основі таких двох основних показників, як обсяг торгів у відсотках від ВВП та коефіцієнт оборотності.

Відповідні показники ліквідності фондового ринку країн ЦСЄ подано в таблиці 3.2.

Таблиця 3.2

Показники ліквідності фондових ринків в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1999 та 2012 роках

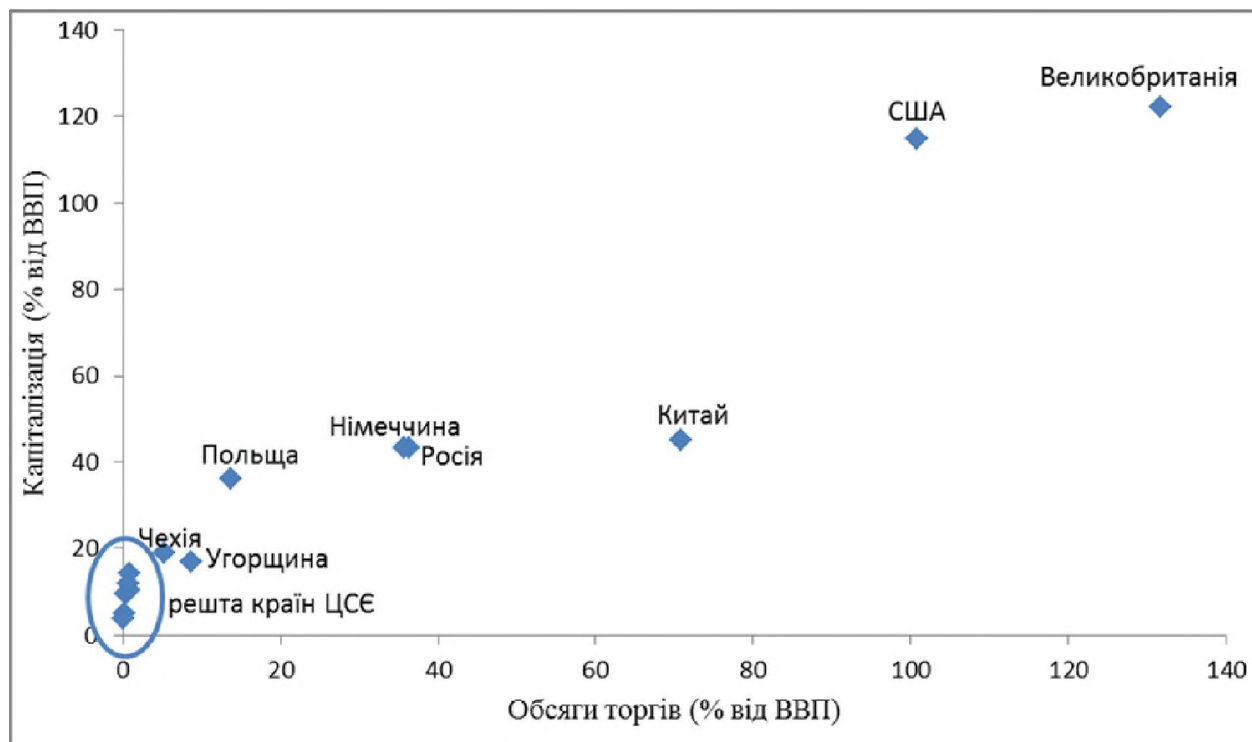
Країни	Обсяг торгів (% від ВВП)		Коефіцієнт оборотності	
	1999	2012	1999	2012
Країни ЦСЄ				
Польща	6,64	13,73	44,56	42,56
Чехія	6,63	5,20	34,56	27,04
Угорщина	29,83	8,73	94,87	54,59
Словенія	3,28	0,88	31,65	6,24
Словаччина	1,58	0,18	46,78	3,57
Литва	2,64	0,40	26,23	4,24
Естонія	4,99	0,80	24,70	9,12
Латвія	0,62	0,11	11,73	2,93
Пострадянські країни				
Україна	0,39	0,68	14,67	5,21
Росія	1,45	36,34	6,12	87,64
Розвинуті країни світу				
Німеччина	38,23	35,75	64,50	91,77
Великобританія	90,76	100,68	51,92	84,04
США	192,17	131,58	123,47	124,60
Китай	34,81	70,82	134,19	164,44

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Проаналізувавши їх значення, стає зрозумілим, що порівняно з розвинутими країнами ЄС ефективність ринку акціонерного капіталу досліджуваної групи країн є досить низькою. Серед країн ЦСЄ найбільший рівень ліквідності спостерігається на ринках акціонерного капіталу Угорщини, Польщі та Чехії. Відповідно, саме в цих країнах ринок акціонерного капіталу мав би сприяти більш ефективному використанню наявного в економіці капіталу, а відтак й економічному зростанню. Ефективність решти ринків акціонерного капіталу цього регіону є досить низькою.

Більш детально динаміку показників ліквідності фондових ринків країн ЦСЄ можемо прослідкувати в таблицях Л.3.1, Л.3.3 та Л.3.4.

Для більш наочного представлення рівня розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ побудуємо наступні рисунки (рис. 3.1, 3.2).



Примітка: решта країн ЦСЄ – це Словенія, Естонія, Україна, Литва, Словаччина, Латвія (країни подані в порядку спадання обсягів торгів/ВВП).

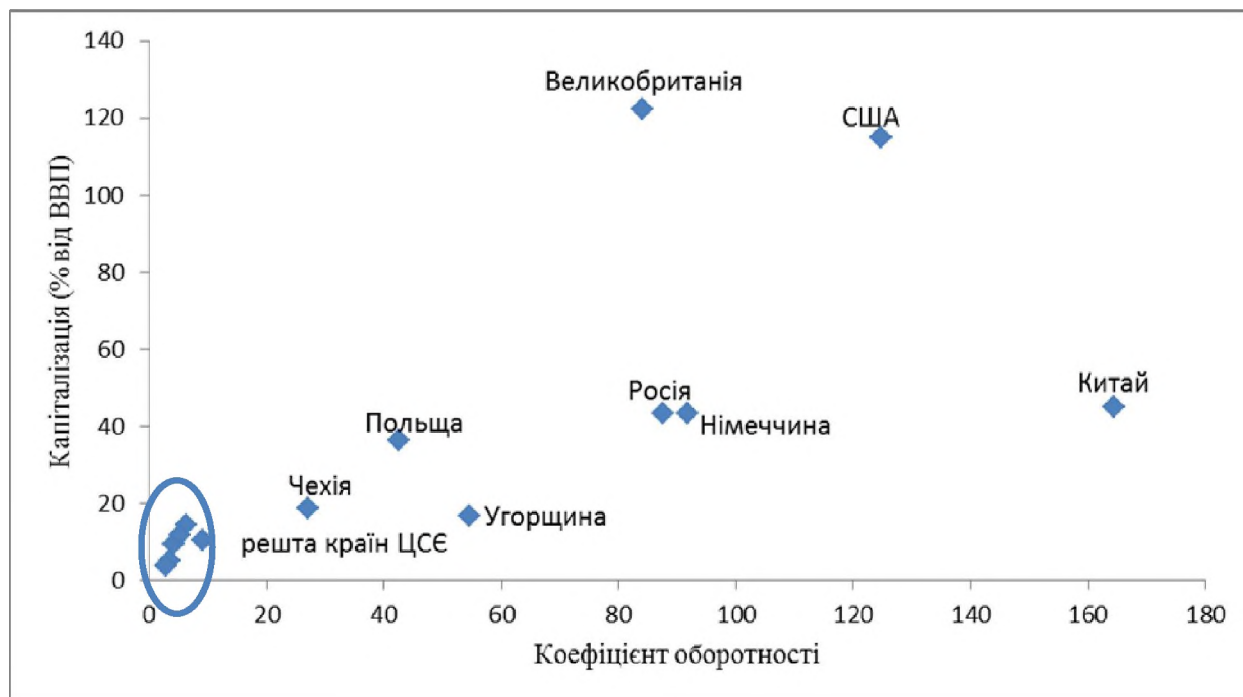
Джерело: побудовано автором на основі даних [118].

Рис. 3.1. Співставлення обсягів торгів/ВВП та капіталізації ринку/ВВП в країнах ЦСЄ та розвинутих країнах світу в 2012 році

В правому верхньому куті рис. 3.1 та 3.2 розміщено країни, які володіють великим та активним фондовим ринком, в правому нижньому – відповідно країни, фондовий ринок яких є меншим за розміром, проте досить активним. Країни з найменш розвинутих фондовим ринком розміщуються відповідно в лівому нижньому куті рисунків, в лівому ж верхньому куті – країни, фондові ринки яких є великі за розміром, проте неактивні.

З рис. 3.1 та 3.2 досить добре видно, яким значним, станом на 2012 рік, є розрив між рівнем розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах з ринково-орієнтованої моделлю фінансування господарства (США та Великобританія) та країнах, яким притаманна банківсько-орієнтована модель фінансової системи (країни ЦСЄ та Німеччина). Більшість країн ЦСЄ потрапили до лівого нижнього

кута рисунку та демонструють, відповідно, досить низький рівень розвитку. Ця група країн позначена нами на рисунку, як решта країн ЦСЄ. Дещо більшим рівнем розвитку ринків акціонерного капіталу серед країн ЦСЄ, як вже було відзначено нами вище, вирізняються лише Польща, Угорщина та Чехія.



Примітка: решта країн ЦСЄ – це Естонія, Словенія, Україна, Литва, Словаччина, Латвія (країни подані в порядку спадання коефіцієнта оборотності).

Джерело: побудовано автором на основі даних [118].

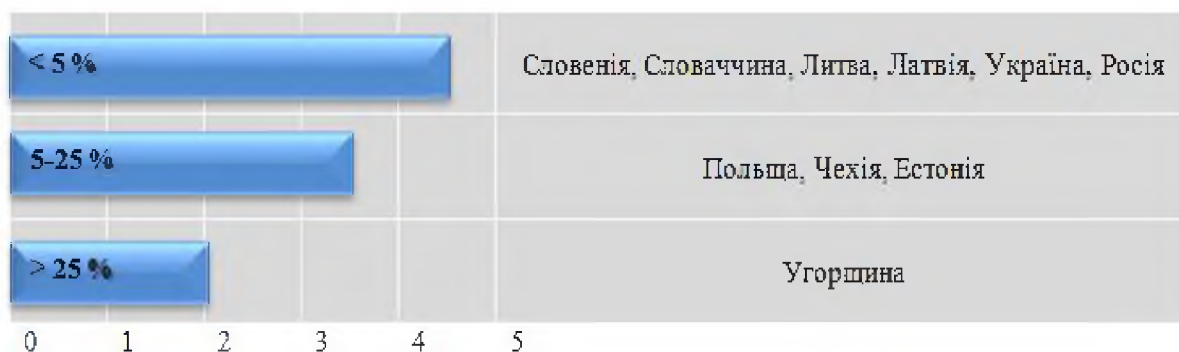
Рис. 3.2. Співставлення коефіцієнту оборотності та капіталізації ринку/ВВП в країнах ЦСЄ та розвинутих країнах світу в 2012 році

Відповідно, спробуємо дослідити, чи справді початкова більша ліквідність ринків акціонерного капіталу сприяє, на прикладі країн ЦСЄ, подальшому економічному зростанню цих країн. Для вимірювання рівня економічного зростання за зразком Р. Левіна оберемо показник приросту ВВП на душу населення [13; 167].

До вибірки країн для порівняння включимо також такі пострадянські країни, як Україну та Росію, оскільки рівень ліквідності їх фондових ринків подібний до країн ЦСЄ.

Для проведення дослідження поділимо наші 10 країн за кожним показником ліквідності на три групи. Для показника обсягів торгів/ВВП: I група – країни зі значенням показника $> 25\%$; II група – $5-25\%$; III група – $< 5\%$. Для коефіцієнта

оборотності країни розподілимо наступним чином: I група – країни зі значенням показника $> 90 \%$; II група – $30-90 \%$; III група - $< 30 \%$ (рис. 3.3, 3.4).

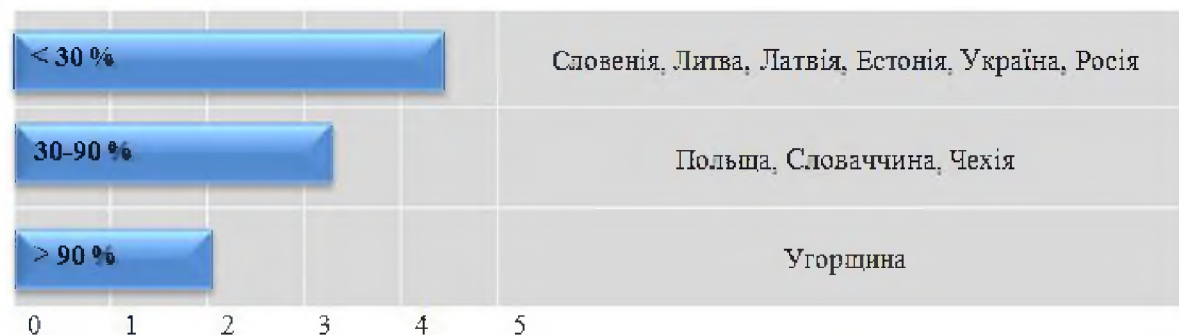


Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середній щорічний приріст ВВП на душу населення для певної групи країн протягом 1999 – 2012 років.

Джерело: побудовано автором на основі власних обрахунків (табл. Л.3.5)

Рис. 3.3. Класифікація країн ЦСЄ та пострадянських країн за початковим рівнем обсягів торгів у відсотках від ВВП у 1999 році та наступним економічним зростанням протягом 1999 – 2012 років

Як ми можемо побачити з рис. 3.3 та 3.4, отримані нами результати по країнах ЦСЄ повністю суперечать точці зору Р. Левіна щодо прямої взаємозалежності між величиною ліквідності фондового ринку та майбутніми темпами економічного зростання в країні.



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середній щорічний приріст ВВП на душу населення для певної групи країн протягом 1999 – 2012 років.

Джерело: побудовано автором на основі власних обрахунків (табл. Л.3.5)

Рис. 3.4. Класифікація країн ЦСЄ та пострадянських країн за початковим рівнем коефіцієнту оборотності у 1999 році та наступним економічним зростанням протягом 1999 – 2012 років

Така ситуація, на нашу думку, може бути свідченням досить високої неефективності ринків акціонерного капіталу цієї групи країн. Як ми вже зазначали,

найважливішою функцією ринку акціонерного капіталу є саме перерозподіл капіталу з менш ефективних галузей промисловості в більш ефективні, що, в свою чергу, сприяє економічному зростанню. Якщо ж взаємозв'язок між рівнем ліквідності та темпами економічного зростання не прослідковується, це може бути свідченням спекулятивного характеру фондового ринку, а також присутності певних проблем в інституційному середовищі.

Аналогічний аналіз проведемо, використавши показник, що характеризує розмір ринку акціонерного капіталу, а саме капіталізацію ринку. На думку Р. Левіна, такий показник як капіталізація фондового ринку по відношенню до ВВП не є добрим визначником подальшого економічного зростання країн [167, с. 8].

Розподіливши досліджувані країни знову ж таки на відповідні групи, залежно від величини ринку (тобто від розміру капіталізації/ВВП), ми отримали наступні результати (рис. 3.5).



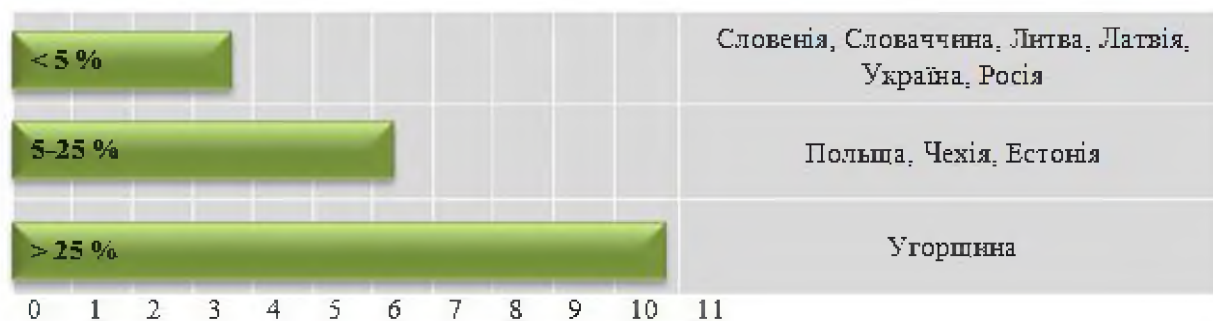
Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середній щорічний приріст ВВП на душу населення для певної групи країн протягом 1999 – 2012 років.

Джерело: побудовано автором на основі власних обчислень (табл. Л.3.5)

Рис. 3.5. Залежність між початковим рівнем капіталізації фондового ринку у відсотках від ВВП в країнах ЦСЄ та пострадянських країнах в 1999 році та наступним економічним зростанням протягом 1999 – 2012 років

На основі застосованого підходу (рис. 3.5) жодної залежності між рівнем розвитку фондового ринку, виміряного капіталізацією по відношенню до ВВП, та наступним економічним зростанням в країнах ЦСЄ прослідкувати неможливо. Така ситуація може мати декілька пояснень: по-перше, фондові ринки досліджуваних країн здійснюють неефективний перерозподіл капіталу, тобто кошти спрямовуються не в ті галузі промисловості, які їх дійсно потребують; а, по-друге, акції компаній,

які перебувають у лістингу і таким чином впливають на обрахунок капіталізації, не приймають участі у торгах.

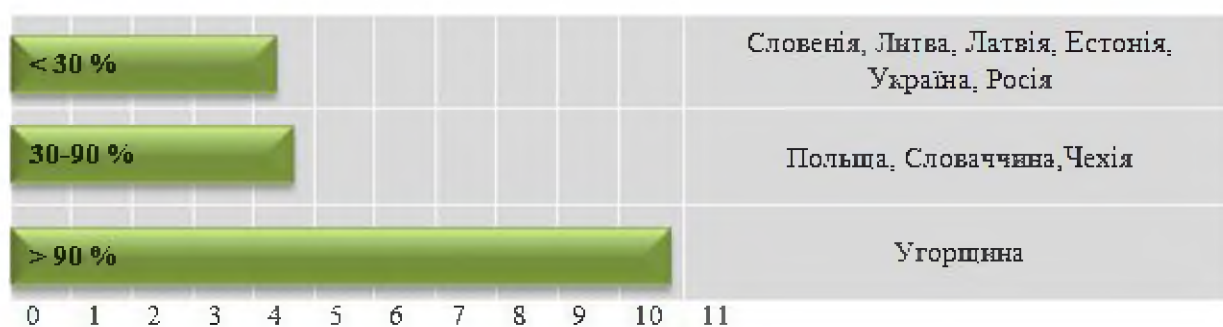


Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середнє щорічне значення частки притоку ПІІ у ВВП для певної групи країн протягом 1999 – 2012 років.

Джерело: побудовано автором на основі власних обрахунків (табл. Л.3.5)

Рис. 3.6. Залежність між початковим рівнем обсягів торгів у відсотках від ВВП в країнах ЦСЄ та пострадянських країнах у 1999 році та часткою притоку ПІІ у ВВП протягом 1999 – 2012 років

Подібні обрахунки ми спробували провести для порівняння початкового рівня розвитку фондового ринку (станом на 1999 рік) та подальших значень таких показників, як притік ПІІ у відсотках від ВВП, притік портфельних інвестицій у відсотках від ВВП, а також валові внутрішні інвестиції у відсотках від ВВП. В двох останніх випадках явної взаємозалежності прослідкувати не вдалося, а ось у випадку з ПІІ ми отримали наступні результати (рис. 3.6, 3.7, 3.8).



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середнє щорічне значення частки притоку ПІІ у ВВП для певної групи країн протягом 1999 – 2012 років.

Джерело: побудовано автором на основі власних обрахунків (табл. Л.3.5)

Рис. 3.7. Залежність між початковим рівнем коефіцієнту оборотності в країнах ЦСЄ та пострадянських країнах у 1999 році та часткою притоку ПІІ у ВВП протягом 1999 – 2012 років

З рис. 3.6 – 3.7 можемо побачити, що в даному випадку в країнах ЦСЄ прослідковується пряма залежність між початковим рівнем ліквідності фондового ринку та щорічними обсягами ПІІ, залученими протягом наступних 14 років. Така сама пряма залежність присутня й між початковою капіталізацією ринку та обсягами ПІІ протягом наступних років (рис. 3.8).

На основі отриманих нами результатів можемо припустити, що в країнах ЦСЄ рівень розвитку фондового ринку відіграє важливу роль в залученні довгострокового іноземного капіталу в економіці досліджуваних країн. Відповідно, в даному випадку ми знаходимо підтвердження точці зору Р. Левіна щодо прямої залежності між ліквідністю фондового ринку та зростанням інвестицій [13; 167]. Проте, зв'язок між розвитком фондового ринку та економічним зростанням все ж таки відсутній, що може говорити про спрямування капіталу в ті галузі, які не створюють доданої вартості.

Слід зауважити, що серед країн ЦСЄ значно вирізняється Угорщина, яка випереджає інші країни ЦСЄ як за рівнем ліквідності та розміром фондового ринку, так і за часткою притоку ПІІ у ВВП (рис. 3.6 – 3.8). Станом на 1999 рік ліквідність в Угорщині була близькою до відповідного рівня Німеччини та Китаю (табл. 3.2).



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середнє щорічне значення частки притоку ПІІ у ВВП для певної групи країн протягом 1999 – 2012 років.

Джерело: побудовано автором на основі власних обрахунків (табл. Л.3.5)

Рис. 3.8. Залежність між початковим рівнем капіталізації фондового ринку у відсотках від ВВП в країнах ЦСЄ та пострадянських країнах в 1999 році та часткою притоку ПІІ у ВВП протягом 1999 – 2012 років

Проте, на основі наведеного вище аналізу зробити остаточний висновок щодо напрямку взаємозалежності показників розвитку фондових ринків та притоку ПІІ ми

все ж таки не можемо, оскільки не враховували зміни показників ліквідності та розміру фондового ринку в динаміці. Крім того, слід звернути увагу на те, що існує низка досліджень, які обґрунтовують залежність розвитку фондових ринків від притоку ПІІ, а не можливість впливу рівня розвитку фондового ринку на притік ПІІ. Серед таких досліджень варто відзначити праці А. Адама та Дж. Твінбоа [168], а також В. Еррунзи [53]. А. Адам та Дж. Твінбоа розглядають, зокрема, трикутник причинно-наслідкових зв'язків. На думку економістів, ПІІ стимулюють економічне зростання, економічне зростання, в свою чергу, сприяє розвитку фондових ринків. Відповідно, економісти роблять висновок, що, таким чином, ПІІ впливають на розвиток фондового ринку [168, с. 180]. До подібних висновків приходять також Еррунза В., на думку якого, притік іноземного капіталу має довгостроковий вплив на розвиток фондового ринку [53].

В свою чергу, К. Ярті, зазначає, що інституційні реформи, адекватне розкриття інформації, вимоги щодо лістингу, а також справедливі торговельні практики є важливими чинниками залучення іноземних інвестицій [36]. Іншими словами, економіст розглядає успішний розвиток інституційного середовища фондового ринку як фактор зростання інвестиційної привабливості країни. Подібним чином, важлива роль розвитку фондових ринків в залученні іноземних інвестицій підкреслена в праці Х. Чоуза, Ч. Крішни та А. Тамазяна [169]. Економісти намагалися дослідити, чи є фондовий ринок джерелом спекулятивних процесів, чи навпаки важливим елементом в процесі залучення ПІІ в формі транскордонних злиттів та поглинань. Використавши дані по 9 провідним країнам, що розвиваються за 1987-2006 роки та провівши на основі цих даних регресійний аналіз, економісти дійшли висновку щодо наявності позитивного впливу фондових ринків на кількість та вартість угод щодо транскордонних злиттів та поглинань [169].

Отже, для того, щоб зробити остаточний висновок щодо причинно-наслідкового зв'язку між розвитком фондових ринків в країнах ЦСЄ, притоком ПІІ, а також економічним зростанням використаємо метод часткової кореляції та тест Гренджера. Дослідження проведемо на основі щорічних даних 8-ми країн ЦСЄ за

період з 1999 до 2012 року. Серед країн ЦСЄ розглянемо показники таких країн, як Польща, Угорщина, Чехія, Словаччина, Словенія, Литва, Латвія та Естонія.

Оскільки попередньо нами було визначено, що розвиток фондового ринку в країнах ЦСЄ впливає на притік ПІІ, спробуємо довести цей факт, використовуючи метод часткової та напівчасткової кореляції. Отже, обрахуємо кореляцію обраних показників прямих та портфельних іноземних інвестицій з: капіталізацією фондового ринку/ВВП, обсягами торгів/ВВП, приростом ВВП на душу населення, кредитами приватному сектору/ВВП, а також валовими внутрішніми інвестиціями/ВВП (табл. 3.3 – 3.5, а також табл. Л.3.13).

Показниками прямих та портфельних іноземних інвестицій нами були визначені: чистий притік ПІІ/ВВП, чистий притік портфельних інвестицій/ВВП, нагромаджені ПІІ/ВВП, а також нагромаджені портфельні інвестиції/ВВП.

Таблиця 3.3

Часткові та напівчасткові кореляції чистого притоку ПІІ (у % від ВВП) для країн ЦСЄ з наведеними показниками на основі даних за 1999-2012 роки

	Часткова кореляція	Напівчасткова кореляція	Часткова кореляція ²	Напівчасткова кореляція ²	Значимість
Капіталізація	-0,1137	-0,0978	0,0129	0,0096	0,2807
Обсяги торгів	0,3632	0,3331	0,1319	0,1110	0,0004
ВВП на душу населення	0,0711	0,0610	0,0051	0,0037	0,5004
Кредити приватному сектору	0,1225	0,1055	0,0150	0,0111	0,2449
Валові внутрішні інвестиції	0,1786	0,1552	0,0319	0,0241	0,0885
Портфельні інвестиції в акції (притік)	-0,2448	-0,2158	0,0599	0,0466	0,0187

Примітка: коефіцієнти кореляції є статистично значимі, якщо значимість < 0,05.

Джерело: обраховано автором на основі [118].

Отримані результати підтвердили нашу гіпотезу щодо наявності прямої залежності між розвитком фондового ринку та підвищенням рівня інвестиційної діяльності в країнах ЦСЄ в 1999-2012 роках. Так, зокрема, з таблиці 3.3 можемо простежити наявність досить сильної значимої кореляції між ліквідністю фондового

ринку, виміряною показником обсягів торгів/ВВП, та притоком ПІІ. Кореляція в даному випадку є значимою на рівні 0,1 %.

Слід відзначити, що коефіцієнт, який знаходиться в стовпчику часткової кореляції демонструє силу взаємозв'язку між змінною y (в нашому випадку, наприклад, притоком ПІІ) та окремою змінною x_1 (в нашому випадку, наприклад, капіталізацією/ВВП) без врахування можливого впливу на y інших змінних x_2, x_3, \dots, x_n (обсягів торгів/ВВП і т.д.). І так для кожної змінної x окремо. Коефіцієнт, який знаходиться в стовпчику під назвою «напівчасткова кореляція» демонструє силу взаємозв'язку між змінною y та окремою змінною x_1 , враховуючи вплив на y інших змінних x_2, x_3, \dots, x_n та відсутність цього впливу на x_1 . Відповідно, два наступні стовпчики характеризують частку середнього відхилення y , яка пояснюється кожною незалежною змінною (x_1, x_2, \dots, x_n). Квадрат напівчасткової кореляції можна також інтерпретувати наступним чином: наскільки зменшиться R^2 моделі в тому випадку, якщо змінна x_1 буде вилучена з моделі. Квадрат часткової кореляції оцінює наскільки середнє відхилення y не пояснене іншими x пояснюється x_1 [137, с. 1306].

Таблиця 3.4

Часткові та напівчасткові кореляції ПІІ (нагромаджень у % від ВВП) для країн ЦСЄ з наведеними показниками на основі даних за 1999-2011 роки

	Часткова кореляція	Напівчасткова кореляція	Часткова кореляція ²	Напівчасткова кореляція ²	Значимість
Капіталізація	-0,4103	-0,2544	0,1683	0,0647	0,0000
Обсяги торгів	0,3673	0,2233	0,1349	0,0499	0,0002
ВВП на душу населення	0,1359	0,0776	0,0185	0,0060	0,1868
Кредити приватному сектору	0,5323	0,3556	0,2833	0,1264	0,0000
Валові внутрішні інвестиції	-0,3532	-0,2135	0,1248	0,0456	0,0004
Портфельні інвестиції в акції (нагром.)	0,6311	0,4601	0,3983	0,2117	0,0000

Примітка: коефіцієнти кореляції є статистично значимі, якщо значимість < 0,05.

Джерело: обраховано автором на основі [118], [170].

Значимі результати взаємозалежності розвитку фондового ринку та обсягів прямих та портфельних інвестицій в країнах ЦСЄ можемо простежити також в таблицях 3.4 та 3.5. Поряд з розвитком фондового ринку досить вагому роль в інвестиційній діяльності відіграє банківський сектор, розвиток якого на пряму пов'язаний з обсягами нагромаджених ПІІ та демонструє обернену залежність з обсягами нагромаджених портфельних інвестицій. При цьому взаємозв'язок між економічним зростанням та обсягами іноземних інвестицій не прослідковується. Результати часткової кореляції чистого притоку портфельних інвестицій в акції з показниками розвитку фондового ринку, банківського сектору та економічного зростання є не значимими та подано в додатках (табл. Л.3.13).

Таблиця 3.5

**Часткові та напівчасткові кореляції портфельних інвестицій в акції
(нагромаджень у % від ВВП) для країн ЦСЄ з наведеними показниками у 1999-
2011 роках**

	Часткова кореляція	Напівчасткова кореляція	Часткова кореляція ²	Напівчасткова кореляція ²	Значимість
Капіталізація	0,4943	0,3095	0,2443	0,0958	0,0000
Обсяги торгів	0,1249	0,0686	0,0156	0,0047	0,2252
ВВП на душу населення	-0,1102	-0,0604	0,0121	0,0036	0,2852
Кредити приватному сектору	-0,2822	-0,1602	0,0797	0,0257	0,0053
Валові внутрішні інвестиції	0,3486	0,2024	0,1215	0,0410	0,0005
ПІІ (нагром.)	0,6311	0,4429	0,3983	0,1962	0,0000

Примітка: коефіцієнти кореляції є статистично значимі, якщо значимість < 0,05.

Джерело: обраховано автором на основі [118], [170].

Визначивши, що між розвитком фондового ринку та іноземними інвестиціями в країнах ЦСЄ дійсно присутній досить значимий взаємозв'язок, спробуємо дослідити напрямок цього зв'язку та дати відповідь на питання: чи дійсно розвиток фондового ринку сприяє надходженню ПІІ та портфельних інвестицій в країни ЦСЄ, чи навпаки залучення іноземних інвестицій впливає на розвиток фондового ринку?

**Аналіз взаємозв'язку рівня розвитку ринку акціонерного капіталу та
макроекономічної ситуації в країнах ЦСЄ в 1999-2012 роках на основі тесту**

Гренджера

Гіпотези	Кількість спостережень	Ймовірність
FDI_INFLAWS не впливає на CAP CAP не впливає на FDI_INFLAWS	107	0,6027 0,0147
FDI_INFLAWS не впливає на ST_TRADED ST_TRADED не впливають на FDI_INFLAWS	107	0,3799 0,0162
PEI_INFLAWS не впливає на CAP CAP не впливає на PEI_INFLAWS	99	0,8208 0,2577
PEI_INFLAWS не впливає на ST_TRADED ST_TRADED не впливають на PEI_INFLAWS	99	0,0109 0,5462
GDPpc_GROWTH не впливає на CAP CAP не впливає на GDPpc_GROWTH	110	0,6261 7,E-07
GDPpc_GROWTH не впливає на ST_TRADED ST_TRADED не впливають на GDPpc_GROWTH	110	0,9230 0,0354
GDPpc_GROWTH не впливає на DCPS DCPS не впливають на GDPpc_GROWTH	104	0,4478 0,0013
GCF не впливають на CAP CAP не впливає на GCF	97	0,4407 0,0001
GDPpc_GROWTH не впливає на GCF GCF не впливають на GDPpc_GROWTH	97	0,3125 0,0451
ST_TRADED не впливають на CAP CAP не впливає на ST_TRADED	110	0,9246 0,0203
DCPS не впливають на CAP CAP не впливає на DCPS	104	0,0746 0,0054
FDI_STOCKS не впливають на CAP CAP не впливає на FDI_STOCKS	88	0,4943 0,0362
FDI_STOCKS не впливають на ST_TRADED ST_TRADED не впливають на FDI_STOCKS	88	0,2744 0,0188
GDPpc_GROWTH не впливає на FDI_STOCKS FDI_STOCKS не впливають на GDPpc_GROWTH	88	0,3418 0,0138
GDPpc_GROWTH не впливає на PEI_STOCKS PEI_STOCKS не впливають на GDPpc_GROWTH	88	0,8567 0,0003

Примітка: в таблиці подано результати обрахунків на основі 2 лагів, оскільки вони виявилися найбільш значимими. Аналіз проводимо на основі даних по 8 країнам ЦСЄ за період з 1999 по 2012 роки.

Джерело: обрахунки автора на основі даних [118], [170].

Результати аналізу на основі тесту Гренджера наведені в таблиці 3.6.

Для зручнішого представлення результатів скористаємось наступними умовними позначеннями: CAP – капіталізація фондового ринку у % від ВВП; FDI_INFLOWS – чистий притік ПІІ у % від ВВП; ST_TRADED – обсяги торгів у % від ВВП; PEI_INFLOWS – чистий притік портфельних інвестицій в акції у % від ВВП; GDPpc_GROWTH – приріст ВВП на душу населення; DCPS – кредити приватному сектору у % від ВВП; GCF – валові внутрішні інвестиції у % від ВВП; FDI_STOCKS – нагромаджені ПІІ у % від ВВП; PEI_STOCKS – нагромаджені ПІІ в акції у % від ВВП. Слід зауважити, що статистичні дані по нагромадженям ПІІ та ПІІ доступні лише до 2011 року.

Інтерпретація результатів тесту Гренджера відбувається наступним чином: якщо ймовірність напроти певної гіпотези є досить високою (тобто, її значення $< 0,05$), ми можемо відкинути сформульовану нульову гіпотезу та прийняти альтернативну. Наприклад, в нашому випадку ймовірність напроти гіпотези «CAP не впливає на FDI_INFLOWS» дорівнює 0,0147, що є менше за 0,05. Відповідно, ми відкидаємо нульову гіпотезу про те, що «капіталізація не впливає на притік ПІІ» і приймаємо альтернативну гіпотезу – «капіталізація впливає на притік ПІІ». Для кращого сприйняття отриманих результатів оформимо їх в таблицю 3.7.

Таблиця 3.7

Основні результати аналізу взаємозв'язку рівня розвитку фондового ринку та макроекономічної ситуації в країнах ЦСЄ в 1999-2012 роках

Роль фондового ринку в економіці країн ЦСЄ	Інші взаємозв'язки між макроекономічними показниками країн ЦСЄ
CAP → FDI_INFLOWS	DCPS → GDPpc_GROWTH
ST_TRADED → FDI_INFLOWS	GCF → GDPpc_GROWTH
CAP → FDI_STOCKS	FDI_STOCKS → GDPpc_GROWTH
ST_TRADED → FDI_STOCKS	PEI_STOCKS → GDPpc_GROWTH
ST_TRADED → GDPpc_GROWTH	PEI_INFLOWS → ST_TRADED
CAP → DCPS	
CAP → GCF	
CAP → ST_TRADED	

Джерело: сформовано на основі таблиці 3.6.

Отримані нами результати багато в чому підтверджують проведені до цього часу дослідження. Зокрема, на основі проведеного аналізу нам вдалося довести, що:

- по-перше, фондовий ринок дійсно відіграє важливу роль як в залученні прямих іноземних інвестицій, так і в економічному зростанні країн ЦСЄ. Нагадаємо, що подібні висновки, проте на прикладі інших країн, зроблені в працях таких економістів, як Р. Левін та С. Зервос [13; 167], К. Ярті [36], Х. Чоуз, Ч. Крішна та А. Тамазян [169], а також Ф. Гарсія та Л. Ліу [11], Р. Атьє та Б. Явановіч [12], А. Сінгх [49], Р. Раджан та Л. Зінгалес [130];

- по-друге, на економічне зростання країн ЦСЄ впливає ліквідність, а не розмір фондового ринку. Даний результат повністю співпадає з висновками, зробленими Р. Левіном на основі аналізу даних 41 країни світу [13; 167], а також точкою зору В. Бенчівенга, Б. Сміта та Р. Старра [52]. Ліквідний фондовий ринок зменшує ризики та витрати на проекти, які окупаються протягом тривалого часу, забезпечуючи тим самим довгострокове інвестування. Такі проекти є потенційно більш прибутковими, таким чином фондовий ринок покращує розміщення капіталу та перспективи довгострокового зростання [13, с. 326-327];

- по-третє, капіталізація фондового ринку може опосередковано впливати на економічне зростання, через такі канали, як вплив на банківський сектор, валові внутрішні інвестиції, нагромадження ПІІ, а також ліквідність фондового ринку;

- по-четверте, оскільки для країн ЦСЄ характерна банківсько-орієнтована модель фінансової системи, то не дивно, що ймовірність впливу розвитку банківського сектору на економічне зростання цих країн є значно вищою ніж у ліквідності фондового ринку. Поряд з ліквідністю фондового ринку важлива роль розвитку банківської системи в забезпеченні майбутніх темпів зростання підкреслюється також в працях багатьох економістів, серед яких варто відзначити дослідження Р. Левіна та С. Зервос, в якому економісти, на відміну від нас, дійшли висновку, що розвиток фондового ринку має більший вплив на економічне зростання, ніж розвиток банківського сектору. Нагадаємо, що економісти досліджували 41 країну світу за період з 1976 по 1993 рік [13].

Відштовхуючись від проведеного в даному параграфі аналізу, можемо зробити висновок про те, що створення належного інституційного середовища в країнах ЦСЄ, в особі ефективно функціонуючого фондового ринку, відіграє надзвичайно важливу роль в залученні прямих іноземних інвестицій, які, в свою чергу, сприяють впровадженню нових технологій, управлінських ноу-хау та вмінь, необхідних для реструктуризації компаній [171, с. 8150]. Крім того, ефективність фондового ринку в країнах ЦСЄ безпосередньо впливає на забезпечення подальшого економічного зростання.

В даному контексті досить слушною є думка М. Лизун про те, що відповідність української економіки світовим стандартам потребує створення сприятливого інвестиційного клімату для вітчизняних та закордонних інвесторів. Створення такого інвестиційного клімату передбачає політичну та законодавчу стабільність, формування економічно обґрунтованої податкової політики, входження економіки у світові господарські комунікації, розвиток в Україні повного комплексу інфраструктури фондового ринку. Ринок цінних паперів чинить значний вплив на зростання виробництва через залучення інвестиційних ресурсів, що дає змогу прискорити його модернізацію та підвищити конкурентоспроможність вітчизняної продукції. Отже, збільшення інвестицій у реальний сектор економіки має стати найважливішим джерелом економічного зростання в найближчій перспективі [10, с. 122].

Таким чином, визначивши значну роль фондового ринку, а тим самим й ринку акціонерного капіталу, в залученні прямих іноземних інвестицій та забезпеченні економічного зростання країн ЦСЄ, вважаємо за необхідне перейти до аналізу тих чинників, які сприяють чи перешкоджають успішному розвитку цього ринку, тобто підвищенню його ефективності, в досліджуваних країнах.

3.2. Аналіз факторів впливу на функціонування ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ

Підтвердивши теоретичні положення щодо важливої ролі ринку акціонерного капіталу в залученні іноземного капіталу та економічному зростанні на прикладі

країн ЦСЄ, спробуємо з'ясувати, які ж все таки фактори чинять найбільший вплив на розвиток цього ринку та відповідно перешкоджають підвищенню його ефективності в досліджуваних країнах.

Нагадаємо, що основними виокремленими нами факторами розвитку ринків акціонерного капіталу є макроекономічні та інституційні чинники. У випадку з країнами ЦСЄ до цих чинників слід ще додати роль інтеграційних процесів, тобто врахувати такий важливий аспект, як вступ цих країн 2004 року до Європейського Союзу. Таким чином, підхід до аналізу ринку акціонерного капіталу побудовано нами подібно до аналізу, проведеного на рівні окремих акціонерних товариств.

Дослідженню впливу макроекономічних показників на розвиток фондових ринків та відповідно ринків акціонерного капіталу присвячені роботи низки вітчизняних та зарубіжних економістів, серед яких варто відзначити Я. Міркіна [47], Ф. Гарсія та Л. Ліу [11], К. Ярті [36], Р. Атьє та Б. Явановіча [12], Р. Левіна та С. Зервос [13], А. Сінгха [49], Дж. Бойда та Б. Сміта [50], А. Деміргук-Канта [51], В. Бенчівенга та Р.Старра [52], В. Ерунзу [53], а також А. Кьеребоа-Колемана та К. Аг'іре-Тетті [54], аналіз праць яких був поданий нами вище.

Поряд з макроекономічними показниками важливе значення для розвитку фондових ринків досліджуваних країн має також інституційне середовище. Саме інституційні реформи стали ключовим компонентом політики, рекомендованої для економік країн ЦСЄ з самого початку перехідного періоду [80]. Важливість цих реформ для функціонування ринку акціонерного капіталу полягає, зокрема, в тому, що вони покликані сформуванню ефективного, сприятливого інституційного середовища, створити прозорий та конкурентний ринок, знищити корупцію, підтримувати довіру людей до держави, права та фінансового ринку. Належне інституційне середовище асоціюється також із забезпеченням відповідного захисту прав власності та нижчим рівнем ризиків, зокрема, політичних, що, в свою чергу, має безпосередній вплив на притік інвестицій.

Дослідженню впливу інституційних чинників саме на фондовий ринок та відповідно на ринок акціонерного капіталу присвячені роботи таких економістів, як

А. Деміргук-Кант та Р. Левін [51], Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Сіланес, А. Шляйфер та Р. Вішні [37], А. Гані та К. Нгассам [57], Ч. А. Ярті [36], А. Адаров та Р. Чайдзі [58].

Так, зокрема, на думку Р. Ла Порти, країни, яким притаманна нижча якість правових норм та забезпечення правопорядку володіють меншими та більш обмеженими ринками капіталу, а фірми, які знаходяться в лістингу на фондових біржах цих країн мають вищу концентрацію власності [172]. Відповідно до досліджень, проведених А. Гані та К. Нгассам [57], а також Ч. А. Ярті [36] якість інституційного середовища сильно асоціюється зі зростанням капіталізації фондового ринку. Економісти дійшли до висновку, що розвиток якісного інституційного середовища може бути важливим фактором розвитку фондових ринків країн світу.

В цьому контексті слід зазначити, що вступ країн ЦСЄ до Європейського Союзу значно вплинув, як на макрекономічні показники, так і на інституційне середовище цих країн.

На думку С. Іоргової та Л. Онг, перспективва членства в ЄС і, таким чином, участь у Плані дій щодо фінансових послуг (FSAP) та прийняття міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ) стало ключовим каталізатором швидкого покращення стану регулювання фінансового ринку в країнах ЦСЄ [173]. В рамках підготовки до вступу в ЄС в багатьох країнах ЦСЄ відбулися значні зміни в законодавстві. Напротязі десяти років країни регіону прийняли низку законів та нормативних актів, характерних для розвинутих країн ЄС [174]. Вони гармонізували свою правову систему з нормами ЄС та визнаними на міжнародному рівні стандартами, створили незалежні інститути регулювання [175]. Так, наприклад, Угорщина досягла високого рівня гармонізації законодавства щодо діяльності фінансового сектору та майже повної відповідності регулювання ринку облігацій з нормами ЄС ще до вступу в 2004 році в Європейський Союз. Проте, виконання цих гармонізованих та уніфікованих законів в деяких країнах ЦСЄ залишається й досі досить проблемним завданням [173, с. 21].

Дослідженню впливу інтеграційних процесів на розвиток фондових ринків присвячені праці таких економістів, як С. Іоргова та Л. Онг [173], Г. Бікерт, К. Херві

та К. Ландблед [176], П. Мордейк [28], А. Дафтьян [177], І. Бабецькі, Л. Комарек та З. Комаркова [178], Л. Каппіелло [179, 180], М. Газанов та Т. Омей [181], І. Йовіч [182], а також С. Клессенс, Р. Лі та Й. Зехнер [183].

Так, зокрема, М. Газанов та Т. Омей вважають, що інтеграційні процеси країн ЦСЄ сприяли зростанню зацікавленості іноземних інвесторів у фондових ринках цих країн з точки зору, по-перше, надії на отримання надвисоких прибутків, а по-друге, можливості диверсифікації ризиків [181, с. 2]. Важлива роль фінансової глобалізації в диверсифікації та розподілі ризиків розглядається також в дослідженні І. Йовіча та ін. [182].

Г. Бікерт, К. Херві та К. Ландблед наголошують на збільшенні ефективності інвестиційної діяльності після проведення лібералізації руху капіталу. Крім того, економісти дійшли висновку щодо позитивного впливу фінансової лібералізації як на показники розвитку ринку акцій, так і на покращення інституційного середовища країн [176].

Ще один досить важливий аспект євроінтеграційних процесів, який стосується нових можливостей щодо розвитку фондових ринків країн ЦСЄ, представлений в дослідженні С. Клессенса, Р. Лі та Й. Зехнера [183], а також І. Йовіча та інших вчених [182]. За словами економістів, вже під час підготовки до членства в ЄС на ринках багатьох країн ЦСЄ, зокрема, в Польщі, Угорщині та Чехії, спостерігалось значне зростання крос-лістингу (подвійного лістингу чи лістингу лише на міжнародній біржі) в міжнародних фінансових центрах. На думку І. Йовіч, така ситуація може мати негативний вплив на ліквідність інтернаціональних фірм на внутрішньому ринку, оскільки відвертатиме торгівлю від місцевих фондових бірж [182, с. 54]. Проте, з іншої точки зору, на думку С. Клессенса, Р. Лі та Й. Зехнера, у випадку підвищення репутації внутрішнього фондового ринку торгівля акціями національних компаній на фондових біржах інших країн може призвести навпаки до збільшення внутрішньої торгівлі [183].

Дослідивши фондові ринки Польщі, Угорщини, Чехії та Словаччини такі економісти як І. Бабецькі, Л. Комарек та З. Комаркова на основі даних за 1995-2006 роки прийшли до висновку щодо наявності інтеграції фондових ринків Польщі,

Угорщини та Чехії з ринками країн зони євро як на національному, так і на галузевому рівні [178]. Подібні висновки спостерігаємо і в працях Л. Каппіелло [179, 180].

Спробуємо й ми проаналізувати вплив євроінтеграції на ринки акціонерного капіталу та іноземне інвестування в країнах ЦСЄ. Для цього спершу проаналізуємо середні щорічні значення показників розвитку ринків акціонерного капіталу країн ЦСЄ до та після вступу в ЄС (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Вплив євроінтеграції на рівень розвитку ринку акціонерного капіталу та притік прямих іноземних інвестицій в країнах ЦСЄ

Країна	Капіталізація фондового ринку (% від ВВП)		Обсяги торгів (% від ВВП)		Чистий притік ІІІ (% від ВВП)	
	1999-2003	2004-2012	1999-2003	2004-2012	1999-2003	2004-2012
Польща	16,24	33,71	5,19	14,11	3,40	3,95
Чехія	18,20	26,31	8,00	15,72	8,07	4,09
Угорщина	23,83	24,07	16,81	20,13	5,49	13,84
Словенія	16,15	27,05	3,27	2,35	2,36	1,78
Словаччина	4,89	6,30	2,32	0,26	5,35	3,86
Литва	12,66	19,36	1,70	2,01	3,48	3,55
Естонія	31,87	21,23	4,66	5,42	6,82	10,81
Латвія	7,76	8,55	1,63	0,34	3,41	4,73

Джерело: обраховано автором на основі таблиць 3.1.2, Л.3.1, Л.3.6.

На основі отриманих даних стає зрозуміло, що євроінтеграційні процеси позитивно вплинули як на рівень ліквідності, так і на розмір фондових ринків в переважній більшості досліджуваних країн (табл. 3.8).

З таблиці 3.8 можемо прослідкувати значне зростання капіталізації фондового ринку після вступу в ЄС в таких країнах, як Польща, Чехія, Словенія та Литва. Ліквідність фондового ринку, в свою чергу, в Польщі в середньому зросла в 3 рази, в Чехії – в 2 рази, в Угорщині – приблизно на 4%. За окремими показниками розвитку фондового ринку позитивний ефект від вступу в ЄС спостерігається і в інших країнах регіону.

Додатковим доказом позитивного впливу євроінтеграції країн ЦСЄ на динаміку фондових ринків є показники капіталізації у 2002 – 2006 роках (табл. 3.9). Так, зокрема, в 2004 році капіталізація фондових ринків майже всіх досліджуваних країн регіону зросла приблизно в 2 рази порівняно з показниками попереднього року. Так само у всіх без винятку країн ЦСЄ в 2004 році спостерігаємо значне, порівняно з 2002-2003 роками, зростання показника капіталізації/ВВП.

Таблиця 3.9

Капіталізація фондових ринків країн ЦСЄ в 2002 – 2006 роках

Країна	Капіталізація (млрд. дол. США)				Капіталізація (% від ВВП)			
	2002	2003	2004	2006	2002	2003	2004	2006
Польща	28,75	37,16	71,10	149,05	14,51	17,14	28,13	43,63
Чехія	15,89	17,66	30,86	48,6	20,26	18,53	27,08	32,76
Угорщина	13,11	16,73	28,71	41,93	19,75	20,03	28,17	37,26
Словенія	4,61	7,13	9,68	15,18	19,91	24,47	28,60	38,98
Словаччина	1,9	2,78	4,4	5,57	5,50	6,06	7,87	8,08
Литва	1,46	3,51	6,46	10,19	10,33	18,86	28,66	33,87
Естонія	2,43	3,79	6,2	5,96	33,20	38,52	51,58	35,50
Латвія	0,71	1,14	1,65	2,7	7,67	10,2	12,03	13,57

Джерело: сформовано автором на основі даних [113].

На думку О. Сніжко, орієнтованість на членство в ЄС є вирішальним катализатором інтенсифікації фінансового розвитку країн ЦСЄ – характер трансформації фінансових систем країн-кандидатів задавався процесом інтеграції до ЄС [33, с. 12].

Прослідкувати рівень наближення розвитку ринків акціонерного капіталу країн ЦСЄ до відповідного рівня розвинутих країн можна також на основі даних, які подаються в звітах ЄБРР і характеризують успішність перехідного процесу в різних секторах економіки постсоціалістичних країн (табл. 3.10).

Відповідно до звітів ЄБРР станом на 2010 рік реформування фондових ринків та небанківських фінансових організацій характеризувалося в Польщі, Угорщині, Чехії та Естонії створенням законодавства в сфері регулювання цінних паперів близького до стандартів IOSCO; суттєвими були ліквідність та капіталізація

фондового ринку цих країн (що ми і спостерігаємо з таблиць 3.8 та 3.9); присутні добре функціонуючі небанківські фінансові інститути та ефективне регулювання.

Таблиця 3.10

**Рівень розвитку фондових ринків в країнах ЦСЄ та
пострадянських країнах в 1995 – 2014 роках**

Країни	Фондові ринки та небанківські фінансові організації			Фондові ринки* (2014)		
	1995	2002	2010	Загальний рівень	Структура ринку**	Ринкові інституції
Країни ЦСЄ						
Польща	3	4-	4	4-↓	невеликий	невеликий
Словаччина	3	2+	3-	3	середній	невеликий
Словенія	3	3-	3	3+	середній	невеликий
Угорщина	3	4-	4	3+	середній	невеликий
Чехія	3	3	4-	-	-	-
Латвія	2	3	3	3+	середній	невеликий
Литва	2	3	3+	3	середній	невеликий
Естонія	2	3+	4-	3	середній	невеликий
Пострадянські країни						
Україна	2	2	3-	2↓	значний	середній
Росія	2	2+	3	4-	невеликий	середній

Примітка: Оцінки показників подаються в балах від 1 до 4+, де 1 характеризує практично повну відсутність процесу перебудови жорстко побудованої планової економіки, а 4+ свідчить про досягнення діючих у промислово розвинутих країнах стандартів ринкової економіки. Для Чехії дані подані за 1995, 2002 та 2006 роки.

* - починаючи з 2011 року ЄБРР публікує окремі показники для фондових ринків (під назвою "ринки капіталу") та небанківських фінансових організацій. ** - для характеристики розвитку структури ринку та ринкових інституцій сформовано градацію від «значного» до «незначного» рівня. «Значний» - означає значне відставання з проведенням реформ; «незначний» - свідчить про досягнення діючих у промислово розвинутих країнах стандартів.

Джерело: [61], [157], [158], [159].

В Словаччині, Словенії, Латвії та Литві ситуація була дещо гіршою як за показниками процесу перебудови (табл. 3.10), так і за показниками ліквідності та розміру ринку (табл. 3.8, 3.9). В цих країнах законодавство в сфері регулювання цінних паперів ще не наблизилось до стандартів IOSCO, спостерігалось створення незалежних реєстрів акціонерів, певний захист міноритарних акціонерів, значний випуск цінних паперів приватними підприємствами, проведення розрахунків через розрахункову палату, створення небанківських фінансових організацій (інвестиційних фондів, приватних страхових компаній та пенсійних фондів, лізингових компаній) та відповідної нормативної бази [158]. Подібною була й ситуація в Україні та Росії.

Як ми бачимо, в країнах ЦСЄ простежується прямий зв'язок між якістю інституційного середовища та показниками ліквідності фондових ринків.

Погіршення показників в 2014 році в рівні розвитку фондових ринків торкнулися Польщі та України (табл. 3.10). Слід зауважити, що підсумкові результати щодо рівня розвитку фондових ринків формуються на 50% на основі групи показників структури ринку та на 50% на основі показників ринкових інституцій (табл. 3.10). У визначенні рівня розвитку структури ринку враховуються такі критерії, як: завоювання ринку (капіталізація фондового ринку у % від ВВП; кількість компаній в лістингу; обсяги торгів цінними паперами (акціями та облигаціями) у % від ВВП) (50%) та інфраструктура і ліквідність ринку (індекс державних облигацій; індекс прибутковості) (50%). У визначенні рівня розвитку ринкових інститутів фондових ринків враховується такий критерій, як розвиток адекватного правового та регуляторного середовища (якість законодавства щодо фондового ринку та ефективність цього законодавства) (100%) [159, с. 173].

В Польщі погіршення показників пов'язане з пенсійною реформою, яка зменшила роль приватних пенсійних фондів та мала значний негативний вплив на інституційних інвесторів в країні. В Україні ж така ситуація пов'язана зі зменшенням ліквідності ринку, зокрема, на ринку державних та приватних облигацій [159, с. 118].

З таблиці 3.10 можемо побачити, що за таким показником як ринкові інституції країни ЦСЄ, на відміну від пострадянських країн, впритул наблизились до досягнення діючих у промислово розвинутих країнах стандартів. Відповідно, за показником «структури ринку» найкращі результати серед країн ЦСЄ демонструє Польща. Це й не дивно, оскільки, наприклад, станом на 2012 рік ця країна володіла: найбільшою кількістю компаній в лістингу, найвищою як абсолютною, так і відносною (у % від ВВП) капіталізацією фондового ринку, а також ліквідністю, виміряною обсягами торгів/ВВП (табл. Й.2.1, 3.1.2, Л.3.1).

Можемо також стверджувати, що вступ країн ЦСЄ до ЄС вплинув не лише на фондовий ринок, але й, зокрема, на основі його розвитку, на значне зростання як прямих, так і портфельних інвестицій в ці країни (табл. 3.8, 3.11).

Вплив євроінтеграції на нагромадження ПІІ, а також нагромадження та притік портфельних інвестицій в акції в країнах ЦСЄ

Країна	ПІІ (нагромадження у % від ВВП)		Портфельні інвестиції в акції (нагромадження у % від ВВП)		Чистий притік портфельних інвестицій в акції (% від ВВП)	
	1999-2003	2004-2011	1999-2003	2004-2011	1999-2003	2004-2012
Польща	22,03	39,98	2,73	5,73	-0,11	0,44
Чехія	40,79	55,94	5,26	6,31	0,60	-0,15
Угорщина	52,38	134,05	6,68	11,02	0,41	-0,05
Словенія	15,71	27,08	1,33	2,91	0,04	0,22
Словаччина	21,08	50,10	2,98	6,84	0,04	0,08
Литва	23,18	33,59	0,81	1,28	0,21	0,04
Естонія	53,88	79,33	8,23	8,08	1,20	-0,90
Латвія	27,61	38,15	0,71	1,11	-	0,05

Джерело: обраховано автором на основі таблиць Л.3.11, Л.3.12, Л.3.7.

Євроінтеграційні процеси дійсно значно посприяли зростанню зацікавленості іноземних інвесторів у фондових ринках країн ЦСЄ. Варто зауважити, що найбільший інтерес для іноземних інвесторів, серед досліджуваної групи країн, становили країни з найбільш ліквідними фондовими ринками, тобто Угорщина, а також Польща (особливо, якщо розглядати чистий притік портфельних інвестицій), що ще раз підтверджує думку Р. Левіна – інвестори придуть на той ринок, який вони зможуть швидко покинути [13].

Відповідно, в даному контексті досить показовим є індекс привабливості країни для залучення венчурного та приватного акціонерного капіталу в формі портфельних інвестицій (Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index) (табл. 3.12). Загалом, варто відмітити, що саме приватним акціонерним фондам приписують зростання найбільш інноваційних та успішних компаній. Одні з найбільш легендарних, високо розвинутих підприємств США – Apple Computers, Federal Express, Intel, Oracle та Starbucks – були початково профінансовані саме приватними акціонерними фондами [185, с. 72].

Індекс привабливості країни для залучення венчурного та приватного акціонерного капіталу в формі портфельних інвестицій та його складові в країнах ЦСЄ в 2010 та 2014 роках

Країна	Місце (2010)	Місце (2014)	Індекс (2014)	Ділова активність	Ринки капіталу	Оподаткування	Захист прав інвестора та корпоративне управління	Людський капітал та соціальна сфера	Підприємницькі можливості
Країни ЦСЄ									
Польща	29	29	69,9	81,2	70,0	101,3	69,5	61,5	64,0
Литва	65	43	61,0	68,9	47,1	103,2	74,5	65,2	62,7
Угорщина	39	45	58,8	72,8	45,6	96,5	63,6	64,3	60,5
Словаччина	42	48	56,8	66,6	48,7	94,2	59,3	54,2	57,7
Словенія	46	50	54,5	59,5	33,3	112,1	68,0	70,4	66,8
Естонія	59	51	54,2	62,1	31,4	109,2	85,2	61,6	65,9
Латвія	81	55	53,2	68,3	32,0	107,2	77,7	58,7	61,1
Пострадянські країни									
Росія	49	41	63,0	91,7	72,1	100,7	46,5	33,6	66,5
Україна	82	63	48,0	72,8	49,2	82,7	43,3	27,0	48,7
Розвинуті країни світу									
США	1	1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ВБ	5	4	95,3	92,2	87,2	122,6	107,9	103,4	92,4
Німеччина	6	7	91,4	91,7	83,1	112,2	97,1	98,7	92,0
Китай	21	22	78,4	116,5	86,0	109,6	62,6	53,1	73,4

Примітка: в даному випадку США використовуються в якості еталону зі значеннями індексу та його складових, що дорівнюють 100. Нижчі значення індексу характеризують нижчий рівень привабливості країни.

Джерело: [159], [184].

Індекс привабливості країни для залучення венчурного та приватного акціонерного капіталу розраховується на основі шести основних груп показників: ділова активність (розмір економіки, приріст ВВП та безробіття); ринки капіталу (розмір та ліквідність фондових ринків, кількість IPO, а також злиттів та поглинань, кредитні ринки та вдосконалення фінансових ринків); оподаткування (податкові пільги для підприємців та адміністративні затрати); захист прав інвесторів (якість

корпоративного управління, захист прав власності та якість правового забезпечення); людський капітал та соціальна сфера (людський капітал, політика на ринку праці та рівень злочинності); підприємницькі можливості (інноваційний потенціал, легкість ведення бізнесу, а також корпоративні дослідження та технологічний розвиток) [159, с. 79].

З даних, представлених у таблиці 3.12 можемо зробити висновок, що серед країн ЦСЄ найбільш привабливим для закритих інвестиційних фондів є ринок Польщі. Найвищі результати серед країн ЦСЄ Польща демонструє також за такими складовими індексу, як ділова активність та фондові ринки.

Показники, сформовані в таблиці 3.12 свідчать також про те, що саме розвиток фондового ринку є тим важливим інститутом, через недостатній розвиток якого країни ЦСЄ знаходяться далеко позаду від розвинутих країн світу. Відсутність розвинутих фондових ринків, нестача можливостей для первинного публічного розміщення акцій (ІРО), а також злиттів та поглинань, наявність незрілих кредитних ринків, все це відлякує інвестиційні фонди. Країни ЦСЄ виглядають також досить не вигідно з точки зору людського капіталу та розвитку соціальної сфери, країнам є над чим працювати в плані покращення умов щодо ведення бізнесу, захисту прав інвесторів та корпоративного управління. Єдиним критерієм, за яким країни ЦСЄ можна порівняти з розвинутими країнами – це система оподаткування [159, с. 78].

Щодо України, то в 2014 році вона розташувалася за цим індексом на 19 сходинок вище, ніж в 2010, проте й досі значно відстає майже за всіма параметрами як від розвинутих країн світу, так і від країн ЦСЄ. Подібними в Україні до країн ЦСЄ є лише показники розвитку ринку капіталу та ділової активності. Найгірші результати країна демонструє в розвитку людського капіталу та соціальної сфері (табл. 3.12).

Отже, не зважаючи на позитивний вплив членства в ЄС на розвиток фондових ринків країн регіону, рівень розвитку цих ринків все ж таки ще далекий від рівня розвинутих країн світу. Для того, щоб зрозуміти, які ж саме показники сприяють або ж перешкоджають успішному розвитку ринку акціонерного капіталу країн ЦСЄ, а також наскільки важливим є якісне інституційне середовище для розвитку

фондового ринку, вважаємо за необхідне проаналізувати вплив як макроекономічних, так й інституційних чинників на капіталізацію фондових ринків досліджуваної групи країн.

Як було нами вже відзначено та досить детально обґрунтовано в теоретичній частині дисертаційної роботи, економістів, як правило, цікавить взаємозалежність між капіталізацією фондового ринку та такими макроекономічними категоріями, як розвиток банківського сектору, рівень ліквідності фондового ринку, рівень доходів, інвестиції, макроекономічна стабільність, заощадження, а також притік іноземних інвестицій, які ми й обрали для нашої моделі.

Відповідно, для дослідження впливу банківського сектору на капіталізацію фондового ринку нами був обраний такий макроекономічний показник, як внутрішні кредити, надані банківською системою приватному сектору у відсотках від ВВП (оскільки на думку Р. Кінга та Р. Левіна, цей показник найкраще характеризує рівень розвитку банківського сектору [55]); для аналізу ліквідності фондового ринку – відношення обсягу торгів до ВВП; для дослідження впливу рівня доходів населення – логарифм ВВП на душу населення; для аналізу впливу інвестицій – валові внутрішні інвестиції; макроекономічну стабільність будемо характеризувати на основі аналізу показника інфляції; заощадження населення – на основі аналізу показника валових внутрішніх заощаджень, а притік іноземних інвестицій – на основі показника притоку приватного капіталу (прямих та портфельних іноземних інвестицій) у відсотках від ВВП.

Що ж стосується вибору показників інституційного середовища, то він був заснований на основі методу виключення. Нами були зроблені спроби проаналізувати вплив інституційного середовища на розвиток фондових ринків в країнах ЦСЄ як на основі показників, поданих в звітах ЄБРР під назвою «Transition Reports», так і на основі складових індексу економічної свободи, проте ніяких значимих результатів отримати нам не вдалося. Саме тому ми зупинили свою увагу на шести складових індексу ефективності державного управління, сформованих Д. Кауфманном, А. Крайєм та П. Сойдо-Лобатоном, а саме право участі громадян у виборі уряду та незалежності преси, політична стабільність та відсутність насилля,

ефективність державного управління, якість регулювання, верховенство права та боротьба з корупцією.

Значення цього індексу та його складових за 2011 рік для більш наочного сприйняття сформовані нами в таблицю 3.13.

Таблиця 3.13

Індекс ефективності державного управління та його складові в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 2011 році

Країна	ІЕДУ*	Право голосу та підзвітність	Політична стабільність та відсутність насилья	Ефективність державного управління	Якість регулювання	Верховенство права	Боротьба з корупцією
Країни ЦСЄ							
Польща	0,84	1,04	1,09	0,68	0,96	0,73	0,51
Чехія	0,95	0,98	1,12	1,02	1,25	1,01	0,32
Угорщина	0,75	0,85	0,75	0,71	1,05	0,77	0,34
Словенія	0,92	1,03	0,84	0,99	0,63	1,07	0,93
Словаччина	0,79	0,95	0,97	0,86	1,03	0,65	0,29
Литва	0,69	0,84	0,63	0,68	0,94	0,77	0,29
Естонія	1,06	1,09	0,59	1,2	1,4	1,18	0,91
Латвія	0,61	0,74	0,29	0,68	0,95	0,8	0,21
Пострадянські країни							
Україна	-0,58	-0,1	-0,15	-0,83	-0,56	-0,86	-0,99
Росія	-0,74	-0,94	-0,88	-0,4	-0,35	-0,78	-1,09

Примітка: * - індекс ефективності державного управління (коливається в межах від -2,5 (слабкі) до +2,5 (сильні) реформи державного управління).

Джерело: сформовано автором на основі [136].

Для порівняння слід зазначити, що в такій розвинутій країні світу, як Німеччина показник індексу ефективності державного управління становить 1,42; у Великобританії – 1,34; в США – 1,23.

Відповідно з наведених в таблиці 3.13 даних можемо побачити, що за показником проведення реформ державного управління країни ЦСЄ значно відстають від розвинутих країн світу. Найкращі показники з поміж країн ЦСЄ демонструє Естонія (1,06), що все одно є значно нижчим показником за успішність проведення реформ в Німеччині чи Великобританії. Проведення ж реформ пострадянськими країнами, зокрема, Україною, відзначається на досить низькому рівні (-0,58). Індекс ефективності державного управління в Росії ще менший (-0,74).

Отже, дослідження факторів впливу на функціонування ринку акціонерного капіталу проведено на основі панельних даних восьми країн ЦСЄ, до яких були

віднесені Польща, Чехія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Латвія, Литва та Естонія за період з 2002 по 2011 рік.

Для аналізу було використано узагальнений метод найменших квадратів для моделі з випадковими ефектами. Дослідження проведено в статистичному пакеті Stata на основі наступної моделі:

$$y_{it} = \mu + x_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}, \quad (3.1)$$

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; β – вектор параметрів моделі; μ - константа; α_i – випадкова помилка, яка інваріантна за часом до кожного об'єкту; ε_{it} – похибка.

В таблиці 3.14 представлено шість різних моделей пояснення динаміки фондового ринку в країнах ЦСЄ. Всі моделі є статистично значимими, оскільки показник $\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0,0000$. Кількість спостережень в кожній моделі дорівнює 76. В кожній з моделей поряд зі стандартним набором макроекономічних показників аналізується вплив певної складової індексу ефективності державного управління.

Загалом слід відзначити, що характер та сила впливу макроекономічних показників на капіталізацію фондового ринку країн ЦСЄ у всіх шести моделях є приблизно однаковим. Для цих країн протягом 2002-2011 років характерним є значимий негативний вплив інфляції та значимий позитивний вплив валових внутрішніх інвестицій та ліквідності ринку на капіталізацію ринку/ВВП.

Але, враховуючи проведені в попередньому параграфі обрахунки щодо причинно-наслідкового зв'язку між деякими змінними моделі, вважаємо за необхідне побудувати ще одну модель. Можемо стверджувати, що капіталізація фондового ринку більшою мірою впливає на ліквідність ринку та на приріст валових внутрішніх інвестицій, ніж ці змінні на капіталізацію.

Результат щодо негативного впливу інфляції є досить закономірним, оскільки першочерговою відповіддю на зростання інфляції є зниження капіталізації ринку. Підтвердження цьому знаходимо також в дослідженні Дж. МакКарті, який припустив наявність оберненої залежності між дохідністю акцій та інфляцією [53]. Інфляція спричиняє зростання процентних ставок, відповідно інвестори хочуть

отримувати більшу дохідність від акцій, капіталізація ринку падає. З іншої сторони, інфляція спричиняє зростання цін на товари, які виробляють компанії, тобто інфляція призводить до вищих темпів зростання прибутку компаній.

Таблиця 3.14

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
Внутрішні 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 > chi2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Wald chi2(10)	61,19	51,64	51,59	56,80	53,99	70,53
К-сть спостережень	76	76	76	76	76	76
К-сть груп	8	8	8	8	8	8

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

Джерело: обрахунки автора на основі даних [118] та [136].

В даному випадку, в країнах ЦСЄ дохідність швидше реагує на ріст процентних ставок, викликаний інфляцією, ніж прибуток компанії на зростання інфляції.

Щодо показників інституційного середовища, то поряд з показником права голосу та підзвітності сильний позитивний статистично значимий вплив прослідковується також в такого показника, як боротьба з корупцією. Тобто, чим сильніші реформи провадитимуть країни ЦСЄ в сфері боротьби з корупцією та забезпечення права голосу, тим кращими будуть показники розвитку фондових ринків досліджуваної групи країн [186, с. 249-252].

Станом на 2011 рік показник права голосу та підзвітності в Польщі, країні з найбільш розвинутим фондовим ринком серед країн ЦСЄ, поступався лише Естонії і складав 1,04. Тоді як в боротьбі з корупцією результативність, проведених в Польщі реформ поступається як Естонії, так і Словенії.

Загалом, слід відзначити, що з огляду на показники індексу ефективності державного управління фондовий ринок Естонії має досить непогані перспективи щодо подальшого зростання, оскільки ця країна демонструє найкращі з поміж країн ЦСЄ показники як щодо права голосу, так й у боротьбі з корупцією. Подібною є також ситуація в Словенії. Як додатковий доказ успішності Естонії, Словенії та Польщі щодо боротьби з корупцією можемо навести показники індексу сприйняття корупції (табл. 3.15). Відповідно, з таблиці 3.15 можемо побачити, що за індексом сприйняття корупції Словенія випереджала Польщу до 2012 включно, тоді як в 2013 році показники цієї країни дещо погіршились.

Щодо України, то успіхи в проведенні реформ за всіма складовими індексу ефективності державного управління, як вже було відзначено вище, є досить незначними. Відповідно, можна припустити, що саме недостатній розвиток інституційного середовища є тим фактором, який стримує інвесторів та, відповідно, подальший розвиток фондового ринку нашої країни (табл. 3.13, 3.15). З іншої сторони, діаметрально протилежною є ситуація в Росії. Поряд з досить сильним відставанням щодо проведення реформ державного управління, розвиток фондового ринку знаходиться на рівні з Німеччиною.

Крім того, слід зазначити, що вступ країн ЦСЄ в ЄС позитивно вплинув на показники індексу ефективності державного управління загалом та боротьби з корупцією, зокрема, в більшості країн регіону. Винятком в даному випадку стала

лише Польща, де показники права голосу та боротьби з корупцією протягом перших років членства в ЄС, навпаки погіршилися. Проте, на даний час ситуація виправилась і країна значно покращила свої показники порівняно з 2002 роком.

Таблиця 3.15

Індекс сприйняття корупції в країнах ЦСЄ в 2003 – 2013 роках

Країна	2003	2004	2005	2007	2009	2011	2012**	2013**	Місце (2013)
Країни ЦСЄ									
Польща	3,6	3,5	3,4	4,2	5,0	5,5	58	60	38
Чехія	3,9	4,2	4,3	5,2	4,9	4,4	49	48	57
Угорщина	4,8	4,8	5,0	5,3	5,1	4,6	55	54	47
Словенія	5,9	6,0	6,1	6,6	6,6	5,9	61	57	43
Словаччина	3,7	4,0	4,3	4,9	4,5	4	46	47	61
Литва	4,7	4,6	4,8	4,8	4,9	4,8	57	54	43
Естонія	5,5	6,0	6,4	6,5	6,6	6,4	64	68	28
Латвія	3,8	4,0	4,2	4,9	4,5	4,2	49	53	49
Пострадянські країни									
Україна	2,3	2,2	2,6	2,7	2,2	2,3	26	25	144
Росія	2,7	2,8	2,4	2,3	2,2	2,4	28	28	127
Розвинуті країни світу									
Німеччина	7,7	8,2	8,2	7,8	8	8	79	78	12
Великобританія	8,7	8,6	8,6	8,4	7,7	7,8	74	76	14
США	7,5	7,5	7,6	7,2	7,5	7,1	73	73	19

Примітка: * - значення індексу коливається в межах від 0 (високий рівень корупції) до 10 (відсутність корупції), ** - для 2012 та 2013 років значення індексу коливається в межах від 0 (високий рівень корупції) до 100 (відсутність корупції).

Джерело: сформовано автором на основі даних [152].

Повертаючись до результатів нашого дослідження, варто сказати, що коефіцієнти всіх інших незалежних змінних є статистично не значимими в поясненні розвитку фондового ринку. До таких змінних належать: логарифм ВВП на душу населення, кредити приватному сектору, валові внутрішні заощадження, притік приватного капіталу, а також решта складових індексу ефективності державного управління. При цьому коефіцієнт для змінної ВВП на душу населення є позитивним, а для решти не значимих макроекономічних показників негативним.

Незначимий вплив показника ВВП на душу населення можна пояснити тим, що як було нами визначено в попередньому параграфі, взаємозв'язок між капіталізацією фондового ринку та економічним зростанням може прослідковуватися опосередковано, через такі канали, як вплив капіталізації на ліквідність фондового ринку, валові внутрішні інвестиції, нагромадження прямих іноземних інвестицій та розвиток банківського сектору.

Щодо отриманих результатів для показників кредитів приватному сектору та валових внутрішніх заощаджень, то їх можна пояснити, по-перше, банківсько-орієнтованою фінансовою системою досліджуваних країн, при якій добре розвинутий банківський сектор може перешкоджати зростанню фондового ринку. По-друге, варто зазначити, що основну роль в даному випадку відіграла криза 2007-2008 років, яка призвела до сильного падіння фондових ринків, разом з тим не спричинивши такого згубного впливу на обсяги кредитів приватному сектору.

Отже, основним результатом проведеного аналізу є доведення наявності значимого впливу інституційного середовища на розвиток фондового ринку в досліджуваних країнах.

Відповідно, з метою підвищення темпів розвитку фондових ринків, загальною рекомендацією для країн ЦСЄ та України в сфері покращення інституційного середовища є забезпечення посилення боротьби з корупцією та активізація заходів щодо захисту політичних прав населення [186, с. 252], що сприятиме підвищенню прозорості ринку та зростанню довіри населення до цього ринкового економічного інституту. Покращення якості інституційного середовища в Україні повинно стати каталізатором зростання ліквідності та надійності ринку акціонерного капіталу, який відіграє важливу роль в залученні іноземних інвестицій, покращенні розміщення капіталу, демократизації суспільства та зростанні добробуту населення. Інституційні реформи є ключовим елементом розбудови ефективних ринків акціонерного капіталу країн ЦСЄ загалом та України зокрема.

Висновки до розділу 3

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.

В цьому розділі доведено також наявність позитивного впливу вступу країн ЦСЄ до ЄС на рівень розвитку фондового ринку досліджуваних країн.

Для аналізу ролі інституційного середовища у розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ використано узагальнений метод найменших квадратів для моделі з випадковими ефектами. 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.

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.

Не даремно, більш як через десять років після початку перехідного періоду міжнародні інституції визнали, що створення інституційного середовища є надзвичайно важливим для країн ЦСЄ, зокрема, це є основною умовою для забезпечення ефективного функціонування фінансової системи, а відтак і розвитку фондового ринку та ринку акціонерного капіталу досліджуваних країн.

Досвід розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ, які в 2004 році стали членами ЄС, має досить велике значення для України. Ефективний ринок акціонерного капіталу в Україні може з'явитися лише при виконанні умов, визначених нами в теоретичній частині роботи, а саме при наявності: свободи вибору учасників ринкових відносин; конкурентного середовища; відповідного рівня регулювання ринку; прозорості; справедливості ціноутворення, яка передбачає відсутність фрагментарності ринку; ефективної депозитарної та розрахунково-клірингової системи.

Для створення ефективного ринку акціонерного капіталу Україна має перебудувати 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 сприяє залученню ПІІ та забезпеченню економічного зростання шляхом ефективного перерозподілу капіталу.

Основні наукові результати розділу опубліковані у праці [186].

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 сектора 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 підґрунття для подальшого розвитку цих ринків в досліджуваних країнах. Інвестиційні потреби реального сектора 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 висновок 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 побудованої пробіт-моделі за даними 2005 року доведено важливість внутрішніх інституційних чинників, а саме якості корпоративного управління, концентрації та структури власності у покращенні показників економічної діяльності акціонерних товариств країн ЦСЄ, розвинутих країн ЄС та пострадянських країн. Зростання рівня прозорості та концентрації власності, використання акціонерними товариствами МСФЗ, а також власність в руках іноземного інвестора, приватної особи та сімей сприяло зростанню таких показників, як обсяги продаж та основні засоби в усіх досліджуваних групах країн.

8. Рівень розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах ЦСЄ є досить низьким. Не зважаючи на це доведено, що ринок акціонерного капіталу відіграє важливу роль в залученні ПІІ та економічному зростанні країн ЦСЄ. 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 ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Мозговий О.М. Фондовий ринок : [навч. посібник] / О.М. Мозговий. – К. : КНЕУ, 1999. – 316 с.
2. Беляєв О.О. Політична економія : [навч. посібник] / О.О. Беляєв, А.С. Бебело. – К. : КНЕУ, 2001. – 328 с.
3. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии / Карл Маркс. – М. : Эксмо. – Т. 1. – 1200 с.
4. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>
5. Про акціонерні товариства : Закон України, № 514-VI, від 17.09.2008 року зі змінами та доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1146.106.10&nobreak=1>.
6. Шелудько В.М. Фінансовий ринок : [підручник] / В.М. Шелудько. – К. : Знання, 2008. – 535 с.
7. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг / Б.Б. Рубцов. – М. : Изд-во «Экзамен», 2002. – 448 с.
8. Палехова В.А. Політична економія : [підручник] / В.А. Палехова. – Миколаїв : Вид-во МДГУ ім. Петра Могили, 2007. – 332 с.
9. Кещян В.Г. Биржевой рынок. Страницы истории и становления в современных условиях / В.Г. Кещян ; вступ. статья В.И. Видяпина. – М. : РЭА, 1996. – 352 с., ил.
10. Лизун М. Особливості розвитку ринку цінних паперів в Україні та світі [Електронний ресурс] / М. Лизун, А. Лизун // Вісник ТНЕУ. – 2008. - №5. – С. 120-122. – Режим доступу: <http://library.tneu.edu.ua/index.php/nmkd/57-resursy-biblioteky/pratsi-vykladachiv-tneu/1/662-2011-12-23-13-47-00>
11. Garcia F. V. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development / Garcia F. Valeriano and Lin Liu // Journal of Applied Economics. – 1999. – Vol. 2 (1). – P. 29–59.

12. Atje R. Stock Markets and Development / Raymond Atje and Boyan Jovanovic [Электронный ресурс] // European Economic Review. – 1993. – № 37 (2/3). – P. 632–640. – Режим доступа: <http://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v37y1993i2-3p632-640.html>
13. Levine R. Stock Market Development and Long-Run Growth [Электронный ресурс] / Ross Levine and Sara Zervos // The World Bank Economic Review. – 1996. – Vol. 10. – № 2. – Режим доступа: http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/papers/1996_WBER_LR_Growth.pdf
14. Levine R. Stock markets, Banks, and Economic Growth [Электронный ресурс] / Ross Levine and Sara Zervos // The World Bank Policy Research Working Paper. – 1998. – №. 1690. – December. – Режим доступа: <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>
15. Salvatore C. Stock market development and economic growth: a matter of informational problems [Электронный ресурс] / Capasso Salvatore // Money Macro and Finance (MMF) : Research Group Conference. – 2003. – Режим доступа: <https://ideas.repec.org/f/pca386.html>
16. Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital [Электронный ресурс] / Jeffrey Wurgler // Yale ICF Working Paper. – 1999. – № 99-08. – Rev. August 5. – Режим доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1972124
17. Тормозова Т.В. Фрагментарность и информационная прозрачность рынка ценных бумаг / Т.В. Тормозова // Дайджест финансы. – 2003. – № 3.
18. Тормозова Т. В. Фрагментарность рынка ценных бумаг / Т.В. Тормозова [Электронный ресурс] // Вестник Финансовой академии. – М., 2003. – № 3. – Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/articles03_122.pdf

19. Стратегія розвитку фондового ринку України на середньострокову та довгострокову перспективу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.aust.com.ua/defaultStrategy.aspx>
20. Шапран Н. Система розкриття інформації в Україні: прагнення змін / Н. Шапран, В. Шапран // Цінні папери України. – 2005. – № 35. – 1 верес. – С.10–11.
21. OECD Principles of Corporate Governance [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>
22. The global standard setter for securities markets regulation [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org>
23. The European Union Law [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu>
24. Тормозова Т.В. Фрагментарность и конкуренция на российском фондовом рынке / Т.В. Тормозова // Финансы. – М., 2003. – № 7. – С. 75–77.
25. Сніжко О. Міжнародна конкурентоспроможність фондових ринків трансформаційних економік в умовах фінансової відкритості [Електронний ресурс] / О.В. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2013. – №2 (141). – С. 9–13. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/frvu_2013_2_4.pdf
26. Гайдай Т. Неоінституціоналізм та його аналітично-дослідницький потенціал / Т. Гайдай // Економіка України. – 2003. – № 9. – С. 60–66.
27. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. – М. : Перспектива. – 1995. – 532 с.
28. Mordacq P. Stock Markets in Central and Eastern Europe and their Environment: the Unachieved Transition [Електронний ресурс] / Patrick Mordacq // Revue d'Économie Financière. – 2001. – Vol. 6. – Iss. 1. – P. 383–390. – Режим доступу: http://econpapers.repec.org/article/prsrecofi/ecofi_5f1767-4603_5f2001_5f hos_5f6_5f1_5f4569.htm

29. Шевченко И.Г. Стратегический анализ рынка акционерного капитала России / И.Г. Шевченко. – М. : Эдиториал УРСС, 2001 – 176 с.
30. Архіреєв С.І. Посттрансформаційна ринкова економіка: інституціоналізація фондового ринку [Електронний ресурс] / С.І. Архіреєв, Я.В. Зінченко // Економічна теорія : міжвід. наук.-теор. журн. – 2006. – №3. – С. 43–54. – Режим доступу: http://www.ief.org.ua/Arjiv_ET/Arkhiyereev_Zinchenko306.pdf
31. Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах / Н.Б. Козлов. – М. : РАН, Ин-т междунар. экон. и полит. исследований, 2002. – 316 с.
32. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки / Б.Б. Рубцов. – М. : Изд-во «Альпина Бизнес Букс», 2007. – 928 с.
33. Сніжко О. Методологічні принципи дослідження фінансового розвитку трансформаційних економік в умовах глобалізації : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.02 [Електронний ресурс] / Оксана Володимирівна Сніжко ; [наук. кер. О.І. Рогач] ; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. – К., 2011. – 33 с. – укр. – Режим доступу: <http://www.irbis-nbuv.gov.ua>
34. Шаститко А.Е. Новая институциональная экономическая теория / А.Е. Шаститко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Экон. ф-т МГУ, ТЕИС, 2002. – 591 с.
35. Тарасенко О.В. Вимірювання трансакційних витрат на фондовому ринку України [Електронний ресурс] / О.В. Тарасенко // Научные труды ДонНТУ. Серия экономическая. – 2004. – Вып. 69. – С. 215–219. – Режим доступу: library.donntu.edu.ua/fem/vip69/69_35.pdf
36. Yartey C.A. The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different? / C.A. Yartey // IMF Working Paper. – 2008. – № 08/32. – 31 p.
37. Law and Finance / Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny // NBER, WP. – 1996. – № 5661.

38. Коуз Р. Фирма, рынок и право / Р. Коуз. – М. : Дело ЛТД, 1993. – 192 с.
39. Coase R.H. The Problem of Social Cost [Электронный ресурс] / R.H. Coase // The Journal of Law and Economics. – 1960. – Vol. 3 (Oct.). – P. 1–44. – Режим доступа: www2.econ.iastate.edu/classes/.../Coase.pdf
40. Норт Д. Знание местных реалий и институциональная реформа [Электронный ресурс] / Д. Норт // Центр международного частного предпринимательства (CIPE). – Режим доступа: http://www.cipe.org/sites/default/files/publication-docs/North_Russian_060105.pdf
41. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Д. Норт. – К. : Основи, 2000. – 179 с.
42. Стиглиц Дж. Куда ведут реформы? (К десятилетию начала переходных процессов) [Электронный ресурс] / Дж. Стиглиц // Вопросы экономики / пер. с англ. Н. Павлова, С. Винокура. – 1999. – № 7. – Режим доступа: www.r-reforms.ru/indexpub289.doc
43. Stiglitz J. Globalization and Its Discontents [Электронный ресурс] / J. Stiglitz. – New York : Norton, 2002. – (Reviewed by Daniel Treisman East European Constitutional Review, Spring 2003). – Режим доступа: available from: <http://www.sscnet.ucla.edu/polisci/faculty/treisman/Papers/Globalization.pdf>
44. Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контракция / О.И. Уильямсон. – СПб. : Лениздат ; CEV Press, 1996. – 702 с., ил.
45. Demsetz H. The Cost of Transacting [Электронный ресурс] / H. Demsetz // The Quarterly Journal of Economics. – 1968. – V. 82, № 1. – Feb. – P. 33–53. – Режим доступа: www.acsu.buffalo.edu/.../The%20cost%20o...
46. Отчёт о мировом развитии – 1996: От плана к рынку [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.worldbank.org

47. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
48. Беляев О.О. Політична економія : навч. посібник / О.О. Беляев, А.С. Бебело. – К. : КНЕУ, 2001. – 328 с.
49. Singh A. Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development / A. Singh // *Economic Journal*. – 1997. – № 107. – P. 771–782.
50. Boyd J. The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process / John Boyd and Bruce Smith // *The World Bank Economic Review*. – 1996. – № 10 (2). – P. 371–396.
51. Demirguc-Kunt A. Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts / Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine // *The World Bank Economic Review*. – 1996. – № 10 (2). – P. 291–321.
52. Bencivenga V. R. Equity Markets, Transactions Costs, and Capital Accumulation: An Illustration / Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith and Ross M. Starr // *The World Bank Economic Review*. – 1996. – 10 (2). – P. 241–265.
53. Errunza V.R. Emerging Markets – A New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance / V.R. Errunza // *Financial Analysts Journal*. – 1983. – Vol. 39 (5). – P. 51–58.
54. Kyereboah-Coleman A. Impact of macroeconomic indicators on stock market performance: The case of the Ghana Stock Exchange / Anthony Kyereboah-Coleman, Agyire-Tettey Kwame F. // *The Journal of Risk Finance*. – 2008. – Vol. 9. – Iss. 4. – P. 365–378.
55. King R.G. Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence [Электронный ресурс] / Robert G. King and Ross Levine // *Journal of Monetary Economics*. – 1993. – № 32. – P. 513–542. – Режим доступа: <http://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v32y1993i3p513-542.html>

56. McCarthy J. Empirical Tests of the Proxy Hypothesis [Електронний ресурс] / J. McCarthy, M. Najand and B. Seifert // The Financial Review. – 1990. – Vol. 35. – P. 59–78. – Режим доступу: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6288.1990.tb00795.x/abstract>
57. Gani A. Effect of institutional factors on stock market development in Asia [Електронний ресурс] / Azmat Gani, Christopher Ngassam // American J. of Finance and Accounting. – 2008. – Vol.1. – № 2. – P.103–120. – Режим доступу: <http://www.inderscience.com/info/inarticle.php?artid=19947>
58. Adarov A. Development of Financial Markets in Central Europe: the Case of the CE4 Countries [Електронний ресурс] / Amat Adarov, Robert Tchaidze // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/101. – May. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11101.pdf>
59. Архіреєв С.І. Посттрансформаційна ринкова економіка: інституціоналізація фондового ринку [Електронний ресурс] / С.І. Архіреєв, Я. В. Зінченко // Економічна теорія : міжвід. наук.-теор. журн. – 2006. – №3. – С. 43–54. – Режим доступу: http://www.ief.org.ua/Arjiv_ET/Nosova206.pdf
60. 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.
61. Raiser M. The measurement and determinants of institutional change: evidence from transition economies [Електронний ресурс] / M. Raiser, M. Tommaso and M. Weeks // Working Paper. – 2001. – № 60. – Режим доступу: http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/working_papers/wp0060.pdf
62. Вольманн Х. Концепции и подходы к оценке институциональных реформ [Електронний ресурс] / Х. Вольманн, С. Кульманн // Проектирование, мониторинг и оценка. – 2011. – №1. – Режим доступу: www.pmojournal.ru/article_link.php?id=7

63. Black B. Institutional reform in transition: A case study of Russia [Електронний ресурс] / B. Black, A. Tarassova // Supreme Court Economic Review. – 2003. – Vol.10. – P. 211–278. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311276
64. Сонин К. Институциональные реформы требуют расхода политического ресурса [Електронний ресурс] / К. Сонин. – Режим доступу: http://www.vedomosti.ru/opinion/news/11130181/konkretnye_instituty
65. Полтерович В. Стратегии институциональных реформ: перспективные траектории [Електронний ресурс] / В. Полтерович // Экономика и математические методы. – 2006. – Т. 42. – №1. – Режим доступу: http://members.tripod.com/VM_Polterovich/Strategies ReformEMM1.pdf
66. Геєць В.М. Інституційні перетворення і суспільний розвиток / В.М. Геєць // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 2. – С. 9–36.
67. Гайдай Т. Інституція як інструмент інституційного економічного аналізу [Електронний ресурс] / Т.В. Гайдай // Економічна теорія. – 2006. – № 2. – С. 53–64. – Режим доступу: www.ief.org.ua/Arjiv_ET/Gayday206.pdf
68. Ткач А.А. Институциональная экономика. Новая институциональная экономическая теория : [навч. посібник] / А.А.Ткач. – К. : Центр учбової літератури, 2007. – 304 с.
69. Біленко Ю. Деформації інституційного середовища та їх вплив на економічне зростання в країнах Центральної та Східної Європи [Електронний ресурс] / Ю. Біленко // Вісн. Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка. Сер. міжнар. відносини. – 2013. – Вип. 32. – С. 207–215. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/VLNU_Mv_2013_32_28.pdf
70. Bilenko Y. Economic and institutional fundamentals of the divergence of development paths in Central and Eastern Europe [Електронний ресурс] / Y. Bilenko // ЕКОНОМІКА. – 2013. – Vol.92 (3). – P. 24–20. – Режим доступу: <http://www.zurnalai.vu.lt/ekonomika/issue/view/239>

71. Доходи і заощадження в перехідній економіці України : монографія / за ред. С. Панчишина та М. Савлука. – Львів : ЛНУ ім. Івана Франка, 2003. – 406 с.
72. Носова О.В. Інституціональні підходи до дослідження перехідної економіки [Електронний ресурс] / О.В. Носова // Економічна теорія : міжвід. наук.-теор. журн. – 2006. – № 2. – С. 25–36. – Режим доступу: http://www.ief.org.ua/Arjiv_ET/Nosova206.pdf
73. Пустовійт Р. Інституційні перешкоди і чинники національного економічного зростання [Електронний ресурс] / Р. Пустовійт // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір (збірник наукових праць) / НАН України. Інститут регіональних досліджень ; редкол.: відп. ред. В.С. Кравців. – Львів, 2013. – Вип. 1 (99). – С. 442–450. – Режим доступу: <http://cibs.ck.ua/files/scipub/pustoviyt12.pdf>
74. Veblen T. The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays / T. Veblen. – N. Y. : Huebseh, 1919. – 239 p.
75. Davis L. Institutional Change and American Economic Growth: A First Step towards a Theory of Institutional Innovation [Електронний ресурс] / L. Davis, D. North // Journal of Economic History. – 1970. – Vol.30. – №1. – С. 131–149. – Режим доступу: <http://books.google.com.ua/books?id=Nu48AAAAIAAJ&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false..>>
76. Veblen T. The Theory of Leisure Class: An Economic Study of Institutions [Електронний ресурс] / T. Veblen. – 1992. – № 4. – (First Published, 1899; Indian Edition 2005). – Режим доступу: <http://books.google.com.ua>
77. Белоусова І. Інституціональні засади управління трансакційними витратами в умовах трансформаційної економіки України [Електронний ресурс] / І. Белоусова // Наукові записки Інституту законодавства Верховної Ради України. – 2010. – №3. – С. 143–154. – Режим доступу: www.ounb.km.ua/pdg/Journal_NZ_3.pdf

78. Офіційний сайт Всероссийской академии внешней торговли Минэкономразвития России [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.vavt.ru/glossecon/glossecon/LSP9E05CA>
79. Качала Т. М. Сучасні проблеми економічного розвитку України [Електронний ресурс] / Т.М. Качала // Вісник економічної науки України. – 2009. – № 2. – С. 48–49. – Режим доступу: <http://dspace.nbuiv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/45303/13-KACHALA.pdf?sequence=1>
80. Paul G. Hare. Institutional Change and Economic Performance in the Transition Economies [Електронний ресурс] / G. Paul // Paper prepared for Session II of the UNECE Spring Seminar, May 7th and 8th 2001, Geneva. – 2001.– March. – Режим доступу: www.unecce.org/ead/sem/sem2001/.../Hare.pdf
81. Дерябина М. Свежий взгляд на развитие экономики и общества [Електронний ресурс] / М. Дерябина. – Режим доступу: http://www.ug.ru/old/ug_pril/ol/98/07/t7_1.htm
82. Алчян А. Производство, стоимость информации и экономическая организация [Електронний ресурс] / А. Алчян, Г. Демсец // Вестник молодых ученых. Серия экономические науки. – 2002. – № 1. – Режим доступу: http://25hse.ucoz.ru/_ld/0/3_al4ian-demsetz.pdf
83. Berle A. The Modern Corporation and Private Property, MacMillan [Електронний ресурс] / A. Berle and G. Means. – New York, 1932. – Режим доступу: <http://www.unz.org/Pub/BerleAdolf-1932>
84. Jensen M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [Електронний ресурс] / Michael C. Jensen, William H. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – V. 3. – № 4. – Oct. – P. 305–360. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=9404
85. Бьюкенен Дж. Расчет согласия. Логические основания конституционной демократии [Електронний ресурс] / Дж. Бьюкенен,

- Г. Таллок // Дж. Бьюкенен, Г. Таллок. Сочинения. – М., 1997. – Серия «Нобелевские лауреаты по экономике». – Режим доступа: http://gallery.economicus.ru/cgi-bin/frame_rightn_newlife.pl?type=in&links=./in/buchanan/works/buchanan_w2_0&img=works_small.gif&name=buchanan
86. Мюллер Д. Общественный выбор III : пер. с англ. / Д. Мюллер ; под ред. А. П. Заостровцева, А. С. Скоробогатова ; Гос. ун-т. Высшая школа экономики, Институт «Экономическая школа». – М. 2007. – XIV + 994 с.
87. Олсон М. Логика коллективных действий: общественные блага и теория групп : пер. с англ. / М. Олсон. – М. : Фонд Экономической Инициативы, 1995. – 165 с. – (Сер. «Экономика», Т. 1.).
88. Arrow K. Social choice and individual values [Электронный ресурс] / K. Arrow // John Wiley & Sons, Inc. – 2nd ed. – New York ; London ; Sydney, 1963. – Режим доступа: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m12-2/index.htm>
89. Норт Д. Институты и экономический рост: историческое введение / [Д. Норт ; пер. с англ. Е. И. Николаенко] // THESIS. – 1993. – Вып. 2. – С. 69–91.
90. Ємельянова Л.О. Особливості кількісного аналізу трансакційних витрат на фондових ринках / Л.О. Ємельянова // Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем : зб. праць за матеріалами VI Всеукр. наук. конф. аспірантів та студентів (Львів, 26–27 квіт. 2006 р.). – Львів : Львів. банківський ін-т, 2006. – С. 107–110.
91. Пустовійт Р. Теоретичний аналіз процесу інституціоналізації в постсоціалістичних економіках [Електронний ресурс] / Р. Пустовійт, М. Овчарук // Економіка України. – 2008. – № 6. – С. 14–26. – Режим доступа: <http://cibs.ck.ua/files/scipub/pustoviyt1.pdf>

92. Історія економічних учень : [навч. посібник] / В.Д. Базилевич, Н.І. Гражевська, Т.В. Гайдай, П.М. Леоненко, А.П. Нестеренко. – К. : Знання, 2004. – 1300 с.
93. Гуриев С. Богатство, капитализация и рост [Електронний ресурс] / С. Гуриев, К. Сонин // Эксперт. – 2003. – №24 (379). – 30 июня. – Режим доступу: <http://www.expert.ru/expert/current/data/kapital2.shtml>
94. Юлдашев О. Х. Міжнародне приватне право: теоретичні та прикладні аспекти / О.Х. Юлдашев. – К. : МАУП, 2004. – 576 с.
95. Фурубонт Г. Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории : [пер. с англ.] / Г. Фурубонт, Р. Рихтер ; под ред. В.С. Катякало, Н. П. Дроздовой. – СПб. : Изд-во Санкт-Петерб. гос. ун-та, 2005. – 736 с.
96. Про затвердження принципів корпоративного управління : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 грудня 2003 р., № 571 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uazakon.com/document/fpart82/idx82301.htm>
97. White Paper on Corporate Governance in South Eastern Europe [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/newsroom/2789065.pdf>
98. Кузнецов П.В. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка / П.В. Кузнецов, А.А. Муравьев. – М. : РПЭИ, 2002. – 64 с.
99. Ерзнкян Б. Постсоциалистическая приватизация и корпоративное управление в свете теоремы Коуза / Б. Ерзнкян // Вопросы экономики. – 2005. – № 7. – С. 121–135.
100. Objectives and Principles of Securities Regulations issued by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com/pages/sector/legal/securities/standards.shtml>

101. The 12 Key Standards for Sound Financial Systems [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/russian/pages/sector/legal/securities/standards.shtml>
102. Вольчик В.В. Институциональная и эволюционная экономика : [учеб. пособие] [Электронный ресурс] / В.В. Вольчик. – Ростов-на-Дону : Изд-во ЮФУ, 2011. – 228 с. – Режим доступа: <http://institutional.narod.ru/volchik/volchik2011.pdf>
103. Вольчик В.В. Лекции по институциональной экономике [Электронный ресурс] / В.В. Вольчик. – Ростов-на-Дону, 2002. – Режим доступа: <http://institutional.narod.ru/lectures/lectures1.htm>
104. Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы [Электронный ресурс] / В.М. Полтерович // Экономика и математические методы. – М.: Рос. экон. школа, 1999. – Т. 35. – Вып. 2. – Режим доступа: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/27257/1/ep99001.pdf>
105. Яковлев А. Раскрытие информации о предприятиях и проблемы классификации неденежных трансакций / А.Яковлев // Вопросы экономики. – 2000. – № 5. – С. 91–102.
106. Басов О. Где деньги? Обналичка как институциональная ловушка [Электронный ресурс] / О. Басов // Российская газета. – 2001. – Режим доступа: <http://old.russ.ru/politics/econom/20010723-bas-pr.html>
107. Полтерович В.М. Институциональные ловушки: есть ли выход? [Электронный ресурс] / В.М. Полтерович // Общественные науки и современность. – 2004. – № 3. – Режим доступа: <http://ecsocman.hse.ru/data/2011/01/11/1214866995/Polterovich.pdf>
108. Ляшенко В.І. Інституційні пастки перехідної економіки [Электронный ресурс] / В.І. Ляшенко // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія економічна. – 2005. – Вип. 89-1. – Режим доступа: <http://ea.donntu.edu.ua:8080/jspui/handle/123456789/727?mode=full>

109. Петрушенко Ю.М. Вплив економічної культури населення на ефективність функціонування ринків [Електронний ресурс] / Ю.М.Петрушенко // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. – 2007. – Вип. 31-1(117). – Режим доступу: http://library.donntu.edu.ua/fem/...3/31-3_35.pdf
110. Edison H. Testing the Links: How Strong Are the Links between Institutional Quality and Economic Performance? [Електронний ресурс] / Hali Edison // Finance and Development. – 2003. – Vol. 40. – P. 35–37. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2003/06/pdf/edison.pdf>
111. Kaufmann D. Governance Matters / Daniel Kaufmann, Aart Kraay, Pablo Zoido-Lobaton [Електронний ресурс] // Policy Research Working Paper. – 1999. – Oct. – Режим доступу: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/pdf/govmatters1.pdf>
112. Doing business [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.doingbusiness.org
113. The Heritage Foundation [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.heritage.org>
114. Transition Reports [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ebrd.com
115. Aon [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.aon.com/2014politicalriskmap>
116. Verisk [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://maplecroft.com>
117. Center of Systemic Peace [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.systemicpeace.org>
118. World Development Indicators 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.worldbank.org
119. 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.
120. Krkoska L. Business environment and enterprise behaviour in East Germany compared to West Germany and central Europe [Електронний ресурс] / Libor Krkoska and Katrin Robeck // EBRD Working Paper. – 2007. – WP 0102. – Режим доступу: http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/working_papers/wp0102.pdf
121. Mitra P. Convergence in Institutions and Market Outcomes: Cross-country and Time-series Evidence from the Business Environment and Enterprise Performance Surveys in Transition Economies [Електронний ресурс] / Pradeep Mitra, Alexander Muravyev, Mark E. Schaffer // Policy Research Working Paper, WPS4819. – Режим доступу: <http://elibrary.worldbank.org/docserver/download/4819.pdf?expires=1379410439&id=id&accname=guest&checksum=C38DA462296FF873C0544F88F27F0D32>
122. Андреев В. Постсоветская приватизация в свете теоремы Коуза (транзакционные издержки и управленческие затраты) / В. Андреев // Вопросы экономики. – 2003. – № 12. – С.136.
123. Becht M. Corporate Governance and Control [Електронний ресурс] / M. Becht, P. Bolton, A. Roell // ECGI – Finance Working Paper. – 2002. – № 2. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461&rec=1&srcabs=94034&alg=1&pos=3
124. Рачинский А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний [Електронний ресурс] / А. Рачинский. – М., 2003. – 16 с. – Режим доступу: <http://www.nccg.ru/site.xp/050050050056124.html>
125. Рачинский А.А. Смена менеджеров и эффективность компаний в России [Електронний ресурс] / А.А. Рачинский // Препринт #BSP/2001/044 R. – М. : Российская экономическая школа, 2001. – 46 с.

- Режим доступу: <http://www.nes.ru/dataupload/files/programs/econ/preprints/2001/Rachinski-r.pdf>
126. Private Ownership and Corporate Performance: Evidence from Transition Economies [Електронний ресурс] / R. Frydman, C.W. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski // Working paper. – 1997. – № 26. – Oct. – Режим доступу: <http://www.ebrd.org/pubs/econo/wp0026.pdf>
127. Claessens S. Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic [Електронний ресурс] / S. Claessens, S. Djankov // Working paper. Journal of Economic Literature. – 1999. – № 227. – April. – Режим доступу: <http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp227.pdf>
128. Акімова І. Структура власності, корпоративне управління та показники роботи підприємств: результати емпіричного дослідження українських підприємств (липень 2003) / І. Акімова, Г. Швьодіауер ; Ін-т екон. досліджень та політ. консультацій. – К. : Б.в., 2003. – 20 с. – (Наукові матеріали)
129. Радыгин А. Д. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ : монография / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов // Научные труды Ин-та экономики переходного периода. №36Р–М. – М., 2001. – 298 с.
130. Rajan R. Financial Dependence and Growth [Електронний ресурс] / R. Rajan and L. Zingales // American Economic Review. – 1998. – № 88. – June. – Режим доступу: <http://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/07Rajan&Zingales-AER1998.pdf>
131. Levine R. Stock Markets, Growth, and Tax Policy [Електронний ресурс] / R. Levine // The Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46. – № 4. – Sep. – P. 1445–1465. – Режим доступу: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28199109%2946%3A4%3C1445%3ASMGT%3E2.0.CO%3B2-N>

132. Bencivenga V. R. Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth [Электронный ресурс] / Valerie R. Bencivenga, Smith, Bruce D. and Starr, Ross M. // Journal of Economic Theory. – 1995. – № 57 (1). – Oct. – P. 53–177. – Режим доступа: <http://econweb.ucsd.edu/~rstarr/BSSJET.pdf>
133. Holmström B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring [Электронный ресурс] / Bengt Holmström, Jean Tirole // The Journal of Political Economy. – 1993. – Vol. 101. – № 4. – Aug. – P. 678–709. – Режим доступа: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28199308%29101%3A4%3C678%3AMLAPM%3E2.0.CO%3B2-F>
134. Demirguc Kunt A. Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison [Электронный ресурс]/ Asli Demirguc Kunt and Vojislav Maksimovic // Mimeo, World Bank, 1996. – Режим доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10202
135. The EBRD-World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm>
136. Worldwide Governance Indicators [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>
137. Stata Base Reference Manual Release 11 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.uio.no/tjenester/it/forskning/statistikk/hjelp/.../stata-11_r.pdf
138. Чеботарь П., Мартьянова Е. Logit i Probit модели [Электронный ресурс] / П. Чеботарь, Е.Мартьянова. – Режим доступа: <https://www.hse.ru/data/2011/10/.../Logit%20&%20probit%20модели...>
139. Узагальнений метод найменших квадратів [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://lib.chdu.edu.ua/pdf/posibnuku/299/7.pdf>
140. Комашко О.В. Прикладна економетрика [Электронный ресурс]/ О.В. Комашко. – М., 2004. – 151 с. – Режим доступа: http://htbiblio.yolasite.com/resources/MM07_Prikl_econometr.pdf

141. Вербик М. Путеводитель по современной эконометрике / М. Вербик ; пер. с англ. В.А. Банникова ; научн. ред. и предисл. С.А. Айвазяна. – М. : Научн. книга, 2008. – 616 с.
142. The EBRD-World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS) 2009 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm>
143. Baker S. Measuring Economic Policy Uncertainty [Электронный ресурс] / Scott R. Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis // Chicago Booth Research Paper. – 2013. – № 13-02. – January, 1. – Режим доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2198490
144. Kenyon T. Policy Uncertainty in Hybrid Regimes Evidence from Firm-level Surveys [Электронный ресурс] / Tom Kenyon and Megumi Naoi // Comparative Political Studies. – 2010. – Vol.43. – № 4. – April. – P.486–510. – Режим доступа: http://dss.ucsd.edu/~mnaoi/page2/files/page2_1.pdf
145. Building Market Institutions in South Eastern Europe: Comparative Prospects for Investments and Private Sector Development [Электронный ресурс] / Harry G. Broadman, James Anderson, Constantijn A. Claessens, Randi Ryterman, Stefka Slavova, Maria Vagliasindi, Gallina A. Celette // The International Bank of Reconstruction and Development, The World Bank. – 2004. – Режим доступа: <http://bookre.org/reader?file=788634>
146. Fazzari S. Financing Constraints and Corporate Investment [Электронный ресурс] / S. Fazzari, B. Petersen, G. Hubbard // Brookings Papers of Economic Activity. – 1998. – № 1. – Режим доступа: <http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/wray/631Wray/Week%208%20and%209/fazzari.pdf>
147. Kornai J. The soft budget constraint [Электронный ресурс] / Janos Kornai. – Режим доступа: <http://faculty.vassar.edu/kennett/Kornai.htm>
148. Konings J. Investment and financial constraints in transition economies: micro evidence from Poland, the Czech Republic, Bulgaria and Romania

- [Електронний ресурс] / Jozef Konings, Marian Rizov, Hylke Vandenbussche // *Economics Letters*. – 2003. – № 78. – P. 253–258. – Режим доступу: <<http://wase.urz.uni-magdeburg.de/evans/Journal%20Library/Problems%20of%20Economic%20Transition/Investment%20in%20transition%20economies.pdf>>
149. 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.
150. Bruszt L. Making Markets and Eastern Enlargement: Diverging Convergence? [Електронний ресурс] / Laszlo Bruszt – Режим доступу: [www.eui.eu/Documents/.../making markets.pdf](http://www.eui.eu/Documents/.../making%20markets.pdf)
151. Brunctti A. Credibility of Rule and Economic Growth: Evidence from a Worldwide Survey of the Private Sector / A. Brunctti, G. Kisunko, B. Weder // *The World Bank Economic Review*. – 1998. – № 12/3. – P. 353–384.
152. Transparency International [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://cpi.transparency.org/cpi2013/results/#myAnchor1>
153. Ємельянова Л.О. Якість корпоративного управління акціонерних товариств в країнах Центральної та Східної Європи / Л.О. Ємельянова // *Вісник Львівської комерційної академії*. – 2009. – Вип. 30. – С. 31–35.
154. *Economic Survey of Europe* [Електронний ресурс]. – 2003. – № 1. – Режим доступу: <http://www.unecse.org>
155. *Economic Survey of Europe* [Електронний ресурс]. – 2004. – № 2. – Режим доступу: <http://www.unecse.org>
156. Доклад о процессе перехода 1999 года [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ebrd.com.
157. Доклад о процессе перехода 2003 года [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ebrd.com.
158. Доклад о процессе перехода 2010 года [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ebrd.com.

159. Transition Report 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ebrd.com
160. Mazullo G. ESG Reporting in CEE: 2002–2009 [Електронний ресурс] / Geoffry Mazullo. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/insight/views/esg-reporting-cee-2000-2009>
161. Index of all codes – European Corporate Governance Institute [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php
162. Corporate Governance in Central and Eastern Europe/ Allen & Ollen LLP 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Corporate%20governance%20in%20CEE.pdf>
163. Стратегія застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні, схвалена Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 24 жовтня 2007 року № 911-р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/911-2007-%D1%80>
164. Впровадження міжнародних стандартів фінансової звітності: краща світова практика, українські реалії та досвід країн СНД [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nabu.com.ua/Analitics/MSFO.pdf>
165. 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.
166. 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.
167. Levine R. Stock Markets: A Spur to Economic Growth / Ross Levine // Finance and Developmnt. – 1996. – March. – P. 7–10.

168. Adam A. Foreign Direct Investment and Stock Market Development: Ghana's Evidence / Adam M. Anokye and Tweneboah, George // International Research Journal of Finance and Economics. – 2009. – № 26. – P. 179–185.
169. Chousa J. Does Growth & Quality of Capital Markets drive Foreign Capital? The case of Cross-border Mergers & Acquisitions from leading Emerging Economies / Juan Piñeiro Chousa, Krishna Chaitanya Vadlamannati, Artur Tamazian // William Davidson Institute Working Paper. – 2008. – № 911. – Febr.
170. DICE Database «External Wealth of Nations, 1970–2011», Ifo Institute, Munich (2013) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cesifo-group.de/DICE/fb/3YtPW3TCK>
171. Popescu G. FDI and Economic Growth in Central and Eastern Europe [Электронный ресурс] / Gheorghe H. Popescu // Sustainability. – 2014. – № 6. – P. 8149–8163. – Режим доступа: www.mdpi.com/journal/sustainability
172. La Porta R. Legal Determinants of External Finance / La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer // Journal of Finance. – 1997. – Vol. 52. – P. 113–150.
173. Iorgova S. The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors [Электронный ресурс] / Silvia Iorgova and Li Lian Ong // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/103. – April. – 53 p. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08103.pdf>
174. Berglof E. What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe / Erik Berglof and Anete Pajuste // Oxford Review of Economic Policy. – 2005. – Vol. 21. – № 2. – P. 178–197.
175. Lemierre J. Eastern Europe–Regional Developments in the Securities Markets / Jean Lemierre // The Compaq Handbook of World Stock,

- Derivative and Commodity Exchanges. – New York : Mondovisione, 2002. – P. 138–146.
176. Bekaert G. Financial Openness and Productivity / Geert Bekaert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad // NBER Working Paper. – 2009. – № 14843. – April.
177. Davtyan A. Weak Efficiency and Linear Regression of Central and Eastern European Markets [Электронный ресурс] / Azat Davtyan // The Journal of the Faculty of Economics. – 2013. – № 1. – P. 28–36. – Режим доступа: <https://ideas.repec.org/a/ora/journal/v1y2013i1p28-36.html>
178. Babetskii I. Financial Integration of Stock Markets among New EU Member States and the Euro Area [Электронный ресурс] / Ian Babetskii, Luboš Komárek and Zlataše Komárková // The Working Paper Series of the Czech National Bank (CNB). – 2007. – № 7. – 35 p. – Режим доступа: http://www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnb_wp_2007_07.pdf
179. Financial Integration of New EU Member States / Lorenzo Cappiello, Bruno Gérard, Arjan Kadareja and Simone Manganelli // ECB Working. – 2006. – № 683. – Oct.
180. Equity Market Integration of New EU Member States [Электронный ресурс] / Lorenzo Cappiello, Bruno Gérard, Arjan Kadareja and Simone Manganelli. – 2005. – Режим доступа: http://www.simonemanganelli.org/Simone/Research_files/vienna.pdf
181. Hasanov M. Are the Transition Stock Markets Efficient? Evidence from Non-Linear Unit Root Tests [Электронный ресурс] / Mübariz Hasanov, Tolga Omay // Central Bank Review. – 2007. – № 2. – P. 1–12. – Режим доступа: <https://www3.tcmb.gov.tr/cbr/index.php/cbreview/article/view/288/248>
182. Long-term Growth Perspectives and Financial Market Development in CEE and SEE Countries [Электронный ресурс] / Gianluca Salsecci (Coordinator), Ivana Jović, Ana Lokin, Antonio Pesce, Marko Skreb, Wilma

- Vergi, Virginia Tirri, Davidia Zucchelli // Intesa Sanpaolo Economists. – 2008. – January. – Режим доступа: http://www.group.intesasanpaolo.com/portalIsir0/isInvestor/PDF_studi/eos001_eng.pdf
183. Claessens S. The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries [Электронный ресурс] / Stijn Claessens, Ruben Lee, Josef Zechner // Corporation of London. – 2003. – May. – Режим доступа: <http://www1.fee.uva.nl/fm/PAPERS/Claessens/Future%20of%20Stock%20Markets%20in%20EUAC.pdf>
184. Groh A. The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index [Электронный ресурс] / Alexander Groh, Heinrich Liechtenstein and Karsten Lieser// IESE Business Scholl, University of Navarra. – Режим доступа: <http://blog.iese.edu/vcpeindex>
185. Transition Report, 2006 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.ebrd.com
186. Yemelyanova L. The Determinants of Stock Market Development in the CEE Countries / Lidiya Yemelyanova // Rocznik Wydziału nauk ekonomicznych Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku. – 2013. – №3. – P. 241–254.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.2.1

**Значимість інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств в
країнах ЦСЄ протягом 2002-2013 років**

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	2,15	1,96	1,2	0,94
2.	Вартість фінансування	2,35	2,18	-	-
3.	Телекомунікації	1,45	1,36	-	-
4.	Електроенергія	1,45	1,38	1,4	0,91
5.	Транспорт	1,52	1,49	1,13	0,70
6.	Доступ до землі	1,67	1,53	0,8	0,35
7.	Право власності чи лізинг землі	1,68	1,57	-	-
8.	Податкові ставки	2,82	2,62	2,2	1,80
9.	Податкове адміністрування	2,41	2,36	1,44	1,04
10.	Митні та торговельні правила	2,08	1,85	0,66	0,45
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	2,00	1,78	1,02	0,45
12.	Трудове законодавство	2,02	2,02	1,3	0,79
13.	Здібності та освіта працівників	2,09	2,05	1,58	0,97
14.	Невизначеність економічної політики	2,66	2,48	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	2,65	2,40	-	-
16.	Функціонування судів	2,15	2,08	1,0	0,46
17.	Корупція	2,13	2,03	1,25	0,81
18.	Злочинність	1,90	1,78	1,15	0,57
19.	Організована злочинність/мафія	1,71	1,48	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	2,36	2,26	1,25	0,97
21.	Порушення умов контракту	2,55	2,40	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	1,71	1,14
<i>Кількість спостережень</i>		406	409	1644	1789

Примітка: за 2002 та 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2009 та 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця А.2.2

Значимість інституційних перешкод діяльності підприємств інших організаційних форм в країнах ЦСЄ протягом 2002-2013 років

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	2,18	2,36	1,49	1,03
2.	Вартість фінансування	2,46	2,58	-	-
3.	Телекомунікації	1,44	1,45	-	-
4.	Електроенергія	1,40	1,45	1,78	0,84
5.	Транспорт	1,46	1,53	1,18	0,78
6.	Доступ до землі	1,45	1,56	1,1	0,53
7.	Право власності чи лізинг землі	1,52	1,61	-	-
8.	Податкові ставки	2,75	3,00	2,31	1,96
9.	Податкове адміністрування	2,32	2,60	1,6	1,55
10.	Митні та торговельні правила	1,86	1,83	0,72	0,69
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	1,78	1,80	1,25	0,83
12.	Трудове законодавство	1,93	2,12	1,43	1,11
13.	Здібності та освіта працівників	2,00	2,08	1,72	0,94
14.	Невизначеність економічної політики	2,71	2,59	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	2,53	2,54	-	-
16.	Функціонування судів	1,93	2,00	1,38	0,65
17.	Корупція	1,97	1,93	1,62	1,02
18.	Злочинність	1,86	1,82	1,6	0,76
19.	Організована злочинність/мафія	1,61	1,58	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	2,24	2,34	1,51	1,15
21.	Порушення умов контракту	2,22	2,27	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	1,97	1,23
<i>Кількість спостережень</i>		963	1635	784	459

Примітка: за 2002 та 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2009 та 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця А.2.3

**Значимість інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств в
пострадянських країнах протягом 2002-2013 років**

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	2,26	2,02	1,85	1,21
2.	Вартість фінансування	2,59	2,25	-	-
3.	Телекомунікації	1,34	1,30	-	-
4.	Електроенергія	1,40	1,40	1,89	1,00
5.	Транспорт	1,39	1,42	1,44	0,91
6.	Доступ до землі	1,71	1,70	1,64	0,71
7.	Право власності чи лізинг землі	1,79	1,84	-	-
8.	Податкові ставки	2,89	2,59	2,3	2,02
9.	Податкове адміністрування	2,72	2,44	1,61	0,90
10.	Митні та торговельні правила	2,33	2,04	1,25	0,60
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	2,34	2,15	1,34	0,61
12.	Трудове законодавство	1,68	1,68	0,82	0,43
13.	Здібності та освіта працівників	1,90	2,04	1,95	1,09
14.	Невизначеність економічної політики	3,04	2,51	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	3,07	2,48	-	-
16.	Функціонування судів	1,99	1,89	1,4	0,40
17.	Корупція	2,33	2,06	2,0	1,26
18.	Злочинність	1,93	1,76	1,73	0,63
19.	Організована злочинність/мафія	1,86	1,63	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	2,11	2,08	1,62	0,95
21.	Порушення умов контракту	2,24	1,95	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	2,0	1,28
<i>Кількість спостережень</i>		384	600	3980	7546

Примітка: за 2002 та 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2009 та 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця А.2.4

Значимість інституційних перешкод діяльності підприємств інших організаційних форм в пострадянських країнах протягом 2002-2013 років

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	2,25	2,15	1,68	1,08
2.	Вартість фінансування	2,39	2,39	-	-
3.	Телекомунікації	1,50	1,37	-	-
4.	Електроенергія	1,69	1,54	1,75	0,84
5.	Транспорт	1,50	1,45	1,14	0,66
6.	Доступ до землі	1,54	1,66	1,5	0,63
7.	Право власності чи лізинг землі	1,58	1,71	-	-
8.	Податкові ставки	2,57	2,60	2,14	1,42
9.	Податкове адміністрування	2,64	2,44	1,45	0,75
10.	Митні та торговельні правила	1,93	1,84	0,98	0,39
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	1,95	1,94	1,29	0,44
12.	Трудове законодавство	1,46	1,54	0,81	0,37
13.	Здібності та освіта працівників	1,72	1,79	1,77	0,73
14.	Невизначеність економічної політики	2,65	2,23	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	2,64	2,30	-	-
16.	Функціонування судів	1,77	1,79	1,17	0,30
17.	Корупція	2,09	2,05	1,74	1,01
18.	Злочинність	1,82	1,70	1,7	0,46
19.	Організована злочинність/мафія	1,73	1,56	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	1,97	2,03	1,53	1,11
21.	Порушення умов контракту	1,99	1,84	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	1,57	1,15
<i>Кількість спостережень</i>		1365	2215	1333	1057

Примітка: за 2002 та 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2009 та 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця А.2.5

Значимість інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств в країнах Південно-Східної Європи протягом 2002-2013 років

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	2,31	2,27	1,33	1,12
2.	Вартість фінансування	2,58	2,55	-	-
3.	Телекомунікації	1,46	1,53	-	-
4.	Електроенергія	1,50	1,56	1,27	1,06
5.	Транспорт	1,51	1,58	0,95	0,66
6.	Доступ до землі	1,48	1,61	0,77	0,52
7.	Право власності чи лізинг землі	1,47	1,57	-	-
8.	Податкові ставки	2,71	2,69	2,07	1,67
9.	Податкове адміністрування	2,23	2,55	1,48	1,24
10.	Митні та торговельні правила	1,95	2,02	0,89	0,60
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	2,09	2,22	1,23	0,55
12.	Трудове законодавство	1,70	2,12	1,04	0,68
13.	Здібності та освіта працівників	1,94	2,07	1,49	0,87
14.	Невизначеність економічної політики	3,01	2,72	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	2,86	2,80	-	-
16.	Функціонування судів	2,26	2,43	1,31	0,56
17.	Корупція	2,35	2,50	1,81	1,27
18.	Злочинність	1,79	1,91	0,98	0,69
19.	Організована злочинність/мафія	1,77	1,76	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	2,40	2,44	1,61	1,39
21.	Порушення умов контракту	2,25	2,35	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	2,11	1,45
<i>Кількість спостережень</i>		402	643	2582	3540

Примітка: за 2002 та 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2009 та 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця А.2.6

Значимість інституційних перешкод діяльності підприємств інших організаційних форм в країнах Південно-Східної Європи протягом 2002-2013 років

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	2,34	2,21	1,42	0,98
2.	Вартість фінансування	2,55	2,47	-	-
3.	Телекомунікації	1,67	1,56	-	-
4.	Електроенергія	1,91	1,71	1,61	0,98
5.	Транспорт	1,63	1,55	0,89	0,61
6.	Доступ до землі	1,47	1,44	0,86	0,54
7.	Право власності чи лізинг землі	1,49	1,47	-	-
8.	Податкові ставки	2,74	2,64	1,79	1,59
9.	Податкове адміністрування	2,43	2,29	1,27	1,05
10.	Митні та торговельні правила	1,90	1,80	0,84	0,57
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	1,95	1,91	1,06	0,47
12.	Трудове законодавство	1,82	1,81	0,89	0,59
13.	Здібності та освіта працівників	1,85	1,76	1,36	0,74
14.	Невизначенність економічної політики	3,05	2,65	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	2,95	2,60	-	-
16.	Функціонування судів	2,22	2,20	1,19	0,41
17.	Корупція	2,40	2,27	2,01	1,03
18.	Злочинність	1,99	1,84	1,4	0,70
19.	Організована злочинність/мафія	2,00	1,76	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	2,47	2,46	1,62	1,40
21.	Порушення умов контракту	2,27	2,24	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	2,11	1,13
<i>Кількість спостережень</i>		1024	1449	1197	769

Примітка: за 2002 та 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2009 та 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця А.2.7

Значимість інституційних перешкод діяльності акціонерних товариств в розвинутих країнах Європи та країнах Південно-Східної Азії в 2005 та 2013 роках

№	Інституційні перешкоди	Розвинуті країни Європи (2005)	Країни Південно-Східної Азії (2005)	Китай (2013)	Деякі країни Південно-Східної Азії (2013)
1.	Доступ до фінансування	1,91	2,02	0,76	1,58
2.	Вартість фінансування	2,07	1,96	-	-
3.	Телекомунікації	1,45	1,50	-	-
4.	Електроенергія	1,40	1,56	0,40	2,24
5.	Транспорт	1,68	1,80	0,58	1,53
6.	Доступ до землі	1,59	1,48	0,58	1,07
7.	Право власності чи лізинг землі	1,54	1,47	-	-
8.	Податкові ставки	2,26	1,73	0,66	1,50
9.	Податкове адміністрування	2,13	1,90	0,53	1,18
10.	Митні та торговельні правила	1,62	1,55	0,38	1,33
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	1,80	1,73	0,35	0,87
12.	Трудове законодавство	1,97	1,57	0,44	1,01
13.	Здібності та освіта працівників	2,07	1,71	0,72	1,29
14.	Невизначенність економічної політики	1,83	2,19	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	2,01	2,31	-	-
16.	Функціонування судів	1,52	1,62	0,25	0,91
17.	Корупція	1,42	1,87	0,28	1,95
18.	Злочинність	1,45	1,53	0,35	0,85
19.	Організована злочинність/мафія	1,29	1,39	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	1,86	2,12	0,73	0,93
21.	Порушення умов контракту	1,76*	-	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	0,22	3,07
<i>Кількість спостережень</i>		1157	523	193	497

Примітка: за 2004 – 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода. * - дані обраховані на основі опитування 708 підприємств Італії та Іспанії.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2004, 2005 та 2013 роки.

Таблиця А.2.8

Значимість інституційних перешкод діяльності підприємств інших організаційних форм в розвинутих країнах Європи та країнах Південно-Східної Азії в 2005 та 2013 роках

№	Інституційні перешкоди	Розвинуті країни Європи (2005)	Країни Південно-Східної Азії (2005)	Китай (2013)	Деякі країни Південно-Східної Азії (2013)
1.	Доступ до фінансування	2,09	1,90	0,82	1,58
2.	Вартість фінансування	2,23	1,88	-	-
3.	Телекомунікації	1,39	1,46	-	-
4.	Електроенергія	1,41	1,54	0,50	2,15
5.	Транспорт	1,48	1,61	0,52	1,40
6.	Доступ до землі	1,57	1,49	0,62	1,47
7.	Право власності чи лізинг землі	1,57	1,50	-	-
8.	Податкові ставки	2,56	1,78	0,91	1,18
9.	Податкове адміністрування	2,33	1,76	0,73	1,13
10.	Митні та торгівельні правила	1,60	1,42	0,25	1,10
11.	Ліцензування бізнесу, отримання дозволів	1,80	1,48	0,34	0,88
12.	Трудове законодавство	1,96	1,33	0,52	0,75
13.	Здібності та освіта працівників	1,87	1,59	0,77	1,28
14.	Невизначенність економічної політики	1,69	2,43	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	2,08	2,49	-	-
16.	Функціонування судів	1,57	1,46	0,27	1,05
17.	Корупція	1,54	1,68	0,31	1,72
18.	Злочинність	1,50	1,44	0,27	0,87
19.	Організована злочинність/мафія	1,39	1,26	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	2,00	2,10	0,88	0,98
21.	Порушення умов контракту	1,73*	-	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	0,28	2,52
<i>Кількість спостережень</i>		1854	395	2505	2324

Примітка: за 2004 – 2005 роки 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 – помірна (середня) перешкода, 4 – значна (велика) перешкода). За 2013 рік середні значення обраховані на основі наступних даних: 0 – означає, що обраний показник не створює проблем для діяльності підприємства, 1 – обраний показник є незначною перешкодою для підприємства, 2 – помірна (середня) перешкода, 3 – значна (велика) перешкода, 4 – дуже серйозна перешкода. * - дані обраховані на основі опитування 323 підприємств Італії та Іспанії.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2004, 2005 та 2013 роки.

Додаток Б

Таблиця Б.2.1

**Порівняльний аналіз незначних перешкод інституційного середовища
акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та
країнах Південно-Східної Європи в 2002 році**

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи
Ринок праці					
Недостатні здібності та освіта працівників	1,90 (1,72)	<*** (<***)	2,09 (2,00)	>*** (>***)	1,94 (1,85)
Недосконале трудове законодавство	1,68 (1,46)	<*** (<***)	2,02 (1,93)	>*** (>***)	1,70 (1,82)
Якість судової системи та дотримання формальних норм					
Злочинність	1,93 (1,82)	> (<)	1,90 (1,86)	> (<*)	1,79 (1,99)
Організована злочинність	1,86 (1,73)	> (>***)	1,71 (1,61)	< (<***)	1,77 (2,00)
Доступ та вартість факторів виробництва					
Право власності та лізинг землі	1,79 (1,58)	> (>*)	1,68 (1,52)	> (<***)	1,47 (1,49)
Доступ до землі	1,71 (1,54)	> (>***)	1,67 (1,45)	> (<)	1,48 (1,47)
Інфраструктура					
Транспорт	1,39 (1,50)	< (>)	1,52 (1,46)	> (<***)	1,51 (1,63)
Електроенергія	1,40 (1,69)	< (>***)	1,45 (1,40)	< (<***)	1,50 (1,91)
Телекомунікації	1,34 (1,50)	< (>*)	1,45 (1,44)	~ (<***)	1,46 (1,67)

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2002 рік.

Таблиця Б.2.2

**Порівняльний аналіз незначних перешкод інституційного середовища
акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та
країнах Південно-Східної Європи в 2005 році**

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи	
Ринок праці						
Недостатні здібності та освіта працівників	2,04 (1,79)	~ (<***)	2,05 (2,08)	~ (>***)	2,07 (1,76)	
Недосконале трудове законодавство	1,68 (1,54)	< (<***)	2,02 (2,12)	< (>***)	2,12 (1,81)	
Якість судової системи та дотримання формальних норм						
Злочинність	1,76 (1,70)	< (<***)	1,78 (1,82)	< (<)	1,91 (1,84)	
Організована злочинність	1,63 (1,56)	> (<)	1,48 (1,58)	< (<***)	1,76 (1,76)	
Доступ та вартість факторів виробництва						
Право власності та лізинг землі	1,84 (1,71)	> (>***)	1,57 (1,61)	~ (>***)	1,57 (1,47)	
Доступ до землі	1,70 (1,66)	> (>***)	1,53 (1,56)	< (>***)	1,61 (1,44)	
Інфраструктура						
Транспорт	1,42 (1,45)	< (<***)	1,49 (1,53)	< (<)	1,58 (1,55)	
Електроенергія	1,40 (1,54)	> (>***)	1,38 (1,45)	< (<***)	1,56 (1,71)	
Телекомунікації	1,30 (1,37)	< (<***)	1,36 (1,45)	< (<***)	1,53 (1,56)	

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2005 рік.

Таблиця Б.2.3

**Порівняльний аналіз незначних перешкод інституційного середовища
акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та
країнах Південно-Східної Європи в 2009 році**

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи	
Якість судової системи та дотримання формальних норм						
Злочинність	1,73 (1,7)	>*** (>)	1,15 (1,6)	>*** (>***)	0,98 (1,4)	
Доступ до факторів виробництва						
Доступ до землі	1,64 (1,5)	>*** (>***)	0,8 (1,10)	>*** (>***)	0,77 (0,86)	
Значення інфраструктури						
Електроенергія	1,89 (1,75)	>*** (<)	1,4 (1,78)	>*** (>***)	1,27 (1,61)	
Транспорт	1,44 (1,14)	>*** >	1,13 (1,18)	>*** (>***)	0,95 (0,89)	

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2009 рік.

Таблиця Б.2.4

**Порівняльний аналіз незначних перешкод інституційного середовища
акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та
країнах Південно-Східної Європи в 2013 році**

Інституційні перешкоди	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Європи	
Якість судової системи та дотримання формальних норм						
Злочинність	0,63 (0,46)	>* (<***)	0,57 (0,76)	<*** (>)	0,69 (0,7)	
Доступ до факторів виробництва						
Доступ до землі	0,71 (0,63)	>*** (>*)	0,35 (0,53)	<*** (<)	0,52 (0,54)	
Значення інфраструктури						
Електроенергія	1,00 (0,84)	>*** (~)	0,91 (0,84)	<*** (<*)	1,06 (0,98)	
Транспорт	0,91 (0,66)	>*** <*	0,7 (0,78)	>*** (>*)	0,66 (0,61)	

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2013 рік.

Додаток В

Таблиця В.2.1

Порівняльний аналіз незначних перешкод інституційного середовища акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, розвинутих країнах Європи та країнах Південно-Східної Азії в 2005 році

Інституційні перешкоди	Розвинуті країни Європи		Країни ЦСЄ		Країни Південно-Східної Азії
Якість державного управління					
Митні та торговельні правила	1,62 (1,60)	<*** (<***)	1,85 (1,83)	>*** (>***)	1,55 (1,42)
Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	1,80 (1,80)	~ ~	1,78 (1,80)	> (>***)	1,73 (1,48)
Якість судової системи та дотримання формальних норм					
Злочинність	1,45 (1,50)	<*** (<***)	1,78 (1,82)	>*** (>***)	1,53 (1,44)
Організована злочинність	1,29 (1,39)	<*** (<***)	1,48 (1,58)	>*** (>***)	1,39 (1,26)
Доступ та вартість факторів виробництва					
Право власності та лізинг землі	1,54 (1,57)	< (<)	1,57 (1,61)	>*** (>*)	1,47 (1,50)
Доступ до землі	1,59 (1,57)	> (>)	1,53 (1,56)	> (>*)	1,48 (1,49)
Значення інфраструктури					
Транспорт	1,68 (1,48)	>*** (<*)	1,49 (1,53)	<*** (<*)	1,80 (1,61)
Електроенергія	1,40 (1,41)	> (<*)	1,38 (1,45)	<*** (<*)	1,56 (1,54)
Телекомунікації	1,45 (1,39)	>*** (<***)	1,36 (1,45)	<*** (<)	1,50 (1,46)

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних BEEPS за 2004 та 2005 роки.

Таблиця В.2.2

**Порівняльний аналіз незначних перешкод інституційного середовища
акціонерних товариств в країнах ЦСЄ, Китаї та деяких країнах
Південно-Східної Азії в 2013 році**

Інституційні перешкоди	Китай		Країни ЦСЄ		Деякі країни Південно-Східної Азії
Ринок праці					
Недостатні здібності та освіта працівників	0,72 (0,77)	<*** (<***)	0,97 (0,94)	<*** (<***)	1,29 (1,28)
Недосконале трудове законодавство	0,44 (0,52)	<*** (<***)	0,79 (1,11)	<*** (>***)	1,01 (0,75)
Значення інфраструктури					
Електроенергія	0,4 (0,5)	<*** (<***)	0,91 (0,84)	<*** (<***)	2,24 (2,15)
Транспорт	0,58 (0,52)	<*** (<***)	0,7 (0,78)	<*** (<***)	1,53 (1,4)
Якість судової системи та дотримання формальних норм					
Злочинність	0,35 (0,27)	<*** (<***)	0,57 (0,76)	<*** (<*)	0,85 (0,87)
Якість державного управління					
Митні та торговельні правила	0,38 (0,25)	<*** (<***)	0,45 (0,69)	<*** (<***)	1,33 (1,1)
Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	0,35 (0,34)	<*** (<***)	0,45 (0,83)	<*** (<)	0,87 (0,88)
Доступ до факторів виробництва					
Доступ до землі	0,58 (0,63)	>*** (>**)	0,35 (0,53)	<*** (<***)	1,07 (1,47)

Примітка: В дужках, для порівняння, подано показники для підприємств інших організаційних форм. * - різниця є статистично значима на рівні 5 %. ** - різниця є статистично значима на рівні 1 %. *** - різниця є статистично значима на рівні 0,1 %.

Джерело: обчислено автором на основі бази даних BEEPS за 2013 рік.

Додаток Г

Таблиця Г.2.1

Коефіцієнти часткової кореляції в аналізі значимості інституційних перешкод у діяльності акціонерних товариств в країнах ЦСЄ протягом 2002-2013 років

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	0,0010	-0,0663**	-0,0508*	0,0440
2.	Вартість фінансування	-0,0683**	-0,0498*	-	-
3.	Телекомунікації	-0,0351	-0,0291	-	-
4.	Електроенергія	0,0075	-0,0016	-0,0869**	0,0476*
5.	Транспорт	-0,0024	0,0021	0,0554*	0,0258
6.	Доступ до землі	0,0701**	-0,0113	-0,0396	-0,0294
7.	Право власності чи лізинг землі	0,0004	0,0096	-	-
8.	Податкові ставки	0,0285	-0,0687**	0,0334	0,0226
9.	Податкове адміністрування	-0,0166	-0,0332	0,0261	-0,0968***
10.	Митні та торговельні правила	0,0398	0,0469*	0,0052	-0,0206
11.	Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	0,0423	0,0120	-0,0106	-0,1078***
12.	Трудове законодавство	-0,0150	-0,0121	0,0127	-0,0476*
13.	Здібності та освіта працівників	0,0128	0,0055	0,0464*	0,0498*
14.	Невизначенність економічної політики	-0,0922***	0,0005	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	0,0403	-0,0130	-	-
16.	Функціонування судів	0,0548*	0,0324	-0,0516*	-0,0008
17.	Корупція	0,0167	0,0894***	-0,0328	0,0021
18.	Злочинність	-0,0333	0,0040	-0,1228***	-0,0394
19.	Організована злочинність	-0,0046	-0,0714***	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	-0,0137	-0,0290	-0,0153	-0,0366
21.	Порушення умов контракту	0,1197***	0,1007***	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	-0,0217	0,0381
<i>Кількість спостережень</i>		1369	2044	1730	1829

Примітка: в таблиці обраховані коефіцієнти часткової кореляції, при цьому * означає, що коефіцієнт є статистично значимим на рівні 5 %, ** - на рівні 1 %, а *** - на рівні 0,1 %.

Показники кореляції зі знаком «+» демонструють інституційні перешкоди, характерні для акціонерних товариств або такі, що не створюють проблем для підприємств інших організаційних форм; зі знаком «-» - перешкоди, які або не створюють проблем для акціонерних товариств, або характерні для підприємств інших організаційних форм. Якщо ж інституційна перешкода буде характерна, як для акціонерних товариств, так і для підприємств інших організаційних форм та знаходитиметься одночасно на однаковому рівні значимості для обох груп підприємств, тоді кореляційного зв'язку встановлено не буде.

Джерело: розрахунки автора на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Г.2.2

Коефіцієнти часткової кореляції в аналізі значимості інституційних перешкод у діяльності акціонерних товариств в пострадянських країнах протягом 2002-2013 років

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	-0,0565*	-0,0326	0,0109	-0,0275*
2.	Вартість фінансування	0,0435	-0,0458**	-	-
3.	Телекомунікації	-0,0557*	-0,0145	-	-
4.	Електроенергія	-0,1055***	-0,0479***	-0,0040	-0,0061
5.	Транспорт	-0,0238	-0,0085	0,0454**	0,0256*
6.	Доступ до землі	0,0254	-0,0358	-0,0323	-0,0170
7.	Право власності чи лізинг землі	0,0105	0,0407*	-	-
8.	Податкові ставки	0,1050***	-0,0241	0,0204	0,1157***
9.	Податкове адміністрування	-0,1403***	-0,0133	-0,0103	-0,0174
10.	Митні та торговельні правила	0,0779***	0,0557**	0,0423*	0,0337**
11.	Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	0,0691**	0,0639***	-0,0224	0,0061
12.	Трудове законодавство	0,0311	0,0093	-0,0054	-0,0224
13.	Здібності та освіта працівників	0,0064	0,0680***	0,0361	0,0436***
14.	Невизначеність економічної політики	0,0478*	0,0641***	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	0,0658**	0,0147	-	-
16.	Функціонування судів	-0,0033	0,0006	0,0104	-0,0126
17.	Корупція	0,0149	-0,0478**	0,0241	0,0280*
18.	Злочинність	-0,0269	-0,0016	-0,0485**	0,0242
19.	Організована злочинність	-0,0037	0,0092	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	-0,0260	-0,0194	-0,0137	-0,0478***
21.	Порушення умов контракту	0,0251	0,0067	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	0,0821***	0,0004
<i>Кількість спостережень</i>		1749	2815	3022	5680

Примітка: в таблиці обраховані коефіцієнти часткової кореляції, при цьому * означає, що коефіцієнт є статистично значимим на рівні 5 %, ** - на рівні 1 %, а *** - на рівні 0,1 %.

Показники кореляції зі знаком «+» демонструють інституційні перешкоди, характерні для акціонерних товариств або такі, що не створюють проблем для підприємств інших організаційних форм; зі знаком «-» - перешкоди, які або не створюють проблем для акціонерних товариств, або характерні для підприємств інших організаційних форм. Якщо ж інституційна перешкода буде характерна, як для акціонерних товариств, так і для підприємств інших організаційних форм та знаходитиметься одночасно на однаково рівні значимості для обох груп підприємств, тоді кореляційного зв'язку встановлено не буде.

Джерело: розрахунки автора на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Г.2.3

Коефіцієнти часткової кореляції в аналізі значимості інституційних перешкод у діяльності акціонерних товариств в країнах Південно-Східної Європи протягом 2002-2013 років

№	Інституційні перешкоди	2002	2005	2009	2013
1.	Доступ до фінансування	-0,0269	-0,0243	-0,0417*	0,0170
2.	Вартість фінансування	0,0332	0,0147	-	-
3.	Телекомунікації	-0,0089	-0,0096	-	-
4.	Електроенергія	-0,1491***	-0,1283***	-0,0612**	0,0044
5.	Транспорт	0,0206	0,0102	0,0051	0,0069
6.	Доступ до землі	0,0332	0,0654**	-0,0127	-0,0267
7.	Право власності чи лізинг землі	0,0035	-0,0285	-	-
8.	Податкові ставки	0,0526*	-0,0584**	0,0525**	-0,0354*
9.	Податкове адміністрування	-0,0749**	0,0667**	0,0220	0,0338*
10.	Митні та торгівельні правила	0,0270	0,0244	0,0319	-0,0213
11.	Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	0,0870***	0,0472*	0,0014	0,0172
12.	Трудове законодавство	-0,0823**	0,0639**	0,0189	0,0011
13.	Здібності та освіта працівників	0,0759**	0,0975***	0,0543**	0,0161
14.	Невизначенність економічної політики	-0,0002	-0,0586**	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	-0,0125	0,0479*	-	-
16.	Функціонування судів	0,0477	0,0148	0,0386*	0,0223
17.	Корупція	0,0167	0,0539**	-0,0834***	0,0113
18.	Злочинність	-0,0259	0,0109	-0,0852***	-0,0452**
19.	Організована злочинність	-0,0814**	-0,0688**	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	0,0030	-0,0547**	0,0093	-0,0166
21.	Порушення умов контракту	0,0185	0,0102	-	-
22.	Політична нестабільність	-	-	0,0290	0,0666***
<i>Кількість спостережень</i>		1426	2092	2611	3581

Примітка: в таблиці обраховані коефіцієнти часткової кореляції, при цьому * означає, що коефіцієнт є статистично значимим на рівні 5 %, ** - на рівні 1 %, а *** - на рівні 0,1 %.

Показники кореляції зі знаком «+» демонструють інституційні перешкоди, характерні для акціонерних товариств або такі, що не створюють проблем для підприємств інших організаційних форм; зі знаком «-» - перешкоди, які або не створюють проблем для акціонерних товариств, або характерні для підприємств інших організаційних форм. Якщо ж інституційна перешкода буде характерна, як для акціонерних товариств, так і для підприємств інших організаційних форм та знаходиться одночасно на однаковому рівні значимості для обох груп підприємств, тоді кореляційного зв'язку встановлено не буде.

Джерело: розрахунки автора на основі бази даних BEEPS за 2002, 2005, 2009 та 2013 роки.

Додаток Г

Таблиця Г.2.1

Коефіцієнти часткової кореляції в аналізі значимості інституційних перешкод у діяльності акціонерних товариств в розвинутих країнах Європи та країнах Південно-Східної Азії в 2005 році

№	Інституційні перешкоди	Іспанія та Ірландія	Німеччина, Греція, Португалія	Південна Корея, В'єтнам
1.	Доступ до фінансування	0,0489	-0,0572**	0,0269
2.	Вартість фінансування	-0,0170	0,0132	-0,0012
3.	Телекомунікації	-0,0358	-0,0197	-0,0384
4.	Електроенергія	-0,0519	-0,0574**	-0,0727*
5.	Транспорт	0,0716*	0,0754***	0,1076***
6.	Доступ до землі	0,0445	-0,0195	-0,0465
7.	Право власності чи лізинг землі	-0,0348	-0,0200	-0,0121
8.	Податкові ставки	-0,1387***	-0,0139	-0,0206
9.	Податкове адміністрування	0,0421	-0,0108	0,0516
10.	Митні та торговельні правила	-0,0242	0,0744***	0,0082
11.	Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	-0,0108	-0,0038	0,0599
12.	Трудове законодавство	0,0106	-0,0106	0,1137***
13.	Здібності та освіта працівників	0,0345	0,0790***	0,0000
14.	Невизначеність економічної політики	0,0888**	0,0843***	-0,1001**
15.	Макроекономічна нестабільність	0,0199	-0,0300	-0,0023
16.	Функціонування судів	0,0184	-0,0088	0,0480
17.	Корупція	-0,0515	0,0291	0,0417
18.	Злочинність	-0,0142	0,0006	-0,0782*
19.	Організована злочинність	-0,0000	-0,0362	0,0672*
20.	Антиконкурентна поведінка	-0,0578	-0,0274	-0,0251
21.	Порушення умов контракту	0,0443	-	-
<i>Кількість спостережень</i>		1031	1980	917

Примітка: в таблиці обраховані коефіцієнти часткової кореляції, при цьому * означає, що коефіцієнт є статистично значимим на рівні 5 %, ** - на рівні 1 %, а *** - на рівні 0,1 %.

Показники кореляції зі знаком «+» демонструють інституційні перешкоди, характерні для акціонерних товариств або такі, що не створюють проблем для підприємств інших організаційних форм; зі знаком «-» - перешкоди, які або не створюють проблем для акціонерних товариств, або характерні для підприємств інших організаційних форм. Якщо ж інституційна перешкода буде характерна, як для акціонерних товариств, так і для підприємств інших організаційних форм та знаходитиметься одночасно на однаковому рівні значимості для обох груп підприємств, тоді кореляційного зв'язку встановлено не буде.

Джерело: розрахунки автора на основі бази даних BEEPS за 2004 та 2005 роки.

Коефіцієнти часткової кореляції в аналізі значимості інституційних перешкод у діяльності акціонерних товариств Китаю та деяких країн Південно-Східної Азії в 2013 році

№	Інституційні перешкоди	Китай	Деякі країни Південно-Східної Азії
1.	Доступ до фінансування	-0,0057	-0,0301
2.	Вартість фінансування	-	-
3.	Телекомунікації	-	-
4.	Електроенергія	-0,0505**	-0,0008
5.	Транспорт	0,0197	0,0322
6.	Доступ до землі	0,0017	-0,1470***
7.	Право власності чи лізинг землі	-	-
8.	Податкові ставки	-0,0211	0,1149***
9.	Податкове адміністрування	-0,0216	-0,0447*
10.	Митні та торговельні правила	0,0637**	0,0371
11.	Ліцензування бізнесу та отримання дозволів	0,0490**	-0,0621**
12.	Трудове законодавство	-0,0320	0,0660**
13.	Здібності та освіта працівників	0,0045	0,0016
14.	Невизначенність економічної політики	-	-
15.	Макроекономічна нестабільність	-	-
16.	Функціонування судів	-0,0031	-0,0855***
17.	Корупція	-0,0016	0,0140
18.	Злочинність	0,0643***	0,0047
19.	Організована злочинність	-	-
20.	Антиконкурентна поведінка	-0,0549**	-0,0546**
21.	Порушення умов контракту	-	-
22.	Політична нестабільність	-0,0264	0,1609***
<i>Кількість спостережень</i>		2501	2172

Примітка: в таблиці обраховані коефіцієнти часткової кореляції, при цьому * означає, що коефіцієнт є статистично значимим на рівні 5 %, ** - на рівні 1 %, а *** - на рівні 0,1 %.

Показники кореляції зі знаком «+» демонструють інституційні перешкоди, характерні для акціонерних товариств або такі, що не створюють проблем для підприємств інших організаційних форм; зі знаком «-» - перешкоди, які або не створюють проблем для акціонерних товариств, або характерні для підприємств інших організаційних форм. Якщо ж інституційна перешкода буде характерна, як для акціонерних товариств, так і для підприємств інших організаційних форм та знаходитиметься одночасно на однаковому рівні значимості для обох груп підприємств, тоді кореляційного зв'язку встановлено не буде.

Джерело: розрахунки автора на основі бази даних BEEPS за 2013 рік.

Додаток Д

Таблиця Д.2.1

Кількість прозорих акціонерних товариств досліджуваних груп країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	291 (404)	193 (383)	226 (380)	-	-
2005	275 (403)	325 (632)	255 (589)	885(1153)	166 (522)
2009	1049 (1630)	1455 (2539)	1592 (3922)	-	-
2013	691 (1746)	1500 (3440)	1913 (7395)	-	409 (494)

Примітка: в дужках подана загальна кількість акціонерних товариств.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Д.2.2

Кількість прозорих підприємств інших організаційних форм досліджуваних груп країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	487 (949)	515 (989)	615 (1340)	-	-
2005	787 (1607)	751 (1418)	950 (2168)	1014 (1839)	83 (389)
2009	258 (767)	472 (1150)	372 (1328)	-	-
2013	80 (447)	283 (730)	349 (1045)	-	865 (2258)

Примітка: в дужках подана загальна кількість підприємств інших організаційних форм.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Д.2.3

Частка прозорих акціонерних товариств досліджуваних груп країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	72	50,4	59,5	-	-
2005	68,2	55,7	43,3	76,8	31,8
2009	64,4	57,3	40,6	-	-
2013	39,6	43,6	25,9	-	82,8

Джерело: обраховано автором на основі даних таблиці Д.2.1.

Таблиця Д.2.4

Частка прозорих підприємств інших організаційних форм досліджуваних груп країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	51,3	52,1	45,9	-	-
2005	49	53	43,8	55,1	21,3
2009	33,6	41	28	-	-
2013	17,9	38,8	33,4	-	38,3

Джерело: обраховано автором на основі даних таблиці Д.2.2.

Таблиця Д.2.5

Показники прозорості підприємств Китаю в 2013 році

Кількість прозорих акціонерних товариств	162 (190)*
Кількість прозорих підприємств інших організаційних форм	1724 (2468)**
Частка прозорих акціонерних товариств	85,3
Частка прозорих підприємств інших організаційних форм	69,9

Примітка: * - в дужках подана загальна кількість акціонерних товариств. **- в дужках подано загальну кількість підприємств інших організаційних форм.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2013 рік.

Додаток Е

Таблиця Е.2.1

Кількість прозорих акціонерних товариств в країнах ЦСЄ та Україні в 2002-2013 роках

Роки	країни Балтії	Польща	Угорщина	Чехія	Словаччина	Словенія	Україна
2002	109 (146)	34 (47)	31 (35)	67 (99)	37 (63)	13 (14)	94 (159)
2005	48 (78)	37 (47)	32 (38)	68 (112)	68 (104)	22 (24)	38 (81)
2009	475 (726)	122 (186)	195 (250)	94 (166)	36 (40)	127 (262)	213 (529)
2013	314 (801)	57 (234)	129 (260)	-	112 (216)	79 (235)	152 (625)

Примітка: в дужках подана загальна кількість акціонерних товариств.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Е.2.2

Кількість прозорих підприємств інших організаційних форм в країнах ЦСЄ та Україні в 2002-2013 роках

Роки	країни Балтії	Польща	Угорщина	Чехія	Словаччина	Словенія	Україна
2002	164 (223)	131 (273)	103 (166)	26 (100)	20 (45)	43 (142)	60 (122)
2005	109 (183)	241 (611)	312 (427)	37 (152)	33 (65)	55 (167)	130 (334)
2009	25 (86)	58 (316)	24 (41)	36 (79)	114 (231)	1 (14)	69 (287)
2013	13 (40)	33 (291)	13 (34)	-	19 (49)	2 (33)	89 (326)

Примітка: в дужках подана загальна кількість підприємств інших організаційних форм.

Джерело: обраховано автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Е.2.3

Частка прозорих акціонерних товариств серед загальної кількості акціонерних товариств в країнах ЦСЄ та Україні в 2002-2013 роках

Роки	країни Балтії	Польща	Угорщина	Чехія	Словаччина	Словенія	Україна
2002	74,7	72,3	88,6	67,7	58,7	92,9	59,1
2005	61,5	78,7	84,2	60,7	65,4	91,7	46,9
2009	65,4	65,6	78	56,6	90	48,5	40,3
2013	39,2	24,4	49,6	-	51,9	33,6	24,3

Джерело: обраховано автором на основі даних таблиці Е.2.1.

Таблиця Е.2.4

Частка прозорих підприємств серед загальної кількості підприємств інших організаційних форм в країнах ЦСЄ та Україні в 2002-2013 роках

Роки	країни Балтії	Польща	Угорщина	Чехія	Словаччина	Словенія	Україна
2002	73,5	48	62	26	44,4	30,3	49,2
2005	59,6	39,4	73,1	24,3	50,8	32,9	38,9
2009	29,1	18,4	58,5	45,6	49,4	7,1	24
2013	32,5	11,3	38,2	-	38,8	6,1	27,3

Джерело: обрховано автором на основі даних таблиці Е.2.2.

Додаток Є

Таблиця Є.2.1

Кількість прозорих акціонерних товариств, які є в лістингу в досліджуваних групах країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	65 (66)	51 (62)	2 (3)	-	-
2005	56 (57)	48 (53)	14 (21)	34 (35)	29 (33)
2009	133 (163)	218 (265)	586 (1011)	-	-
2013	671 (1720)	1405 (3315)	1530 (6609)	-	370 (444)

Примітка: в дужках подана загальна кількість акціонерних товариств, які є в лістингу.

Джерело: оброблено автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Є.2.2

Кількість прозорих акціонерних товариств, які не є в лістингу в досліджуваних групах країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	226 (338)	142 (321)	224 (377)	-	-
2005	219 (346)	277 (579)	241 (568)	815 (1118)	137 (489)
2009	916 (1467)	1190 (2274)	1006 (2911)	-	-
2013	20 (26)	95 (1327)	383 (786)	-	39 (50)

Примітка: в дужках подана загальна кількість акціонерних товариств, які не є в лістингу.

Джерело: оброблено автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2002, 2004, 2005, 2009 та 2013 роки.

Таблиця Є.2.3

Частка прозорих акціонерних товариств, серед тих акціонерних товариств, що є в лістингу в досліджуваних групах країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	98,5	82,3	66,7	-	-
2005	98,2	90,6	66,7	97,1	87,9
2009	81,6	82,3	58	-	-
2013	39	42,4	23,2	-	83,3

Джерело: оброблено автором на основі даних таблиці Є.2.1.

Таблиця Є.2.4

Частка прозорих акціонерних товариств, серед тих акціонерних товариств, що не є в лістингу в досліджуваних групах країн в 2002-2013 роках

Роки	країни ЦСЄ	країни Південно-Східної Європи	пострадянські країни	розвинуті країни ЄС	країни Південно-Східної Азії
2002	66,9	44,2	59,4	-	-
2005	63,3	47,8	42,4	72,9	28
2009	62,4	52,3	34,6	-	-
2013	76,9	7,2	48,7	-	78

Джерело: оброблено автором на основі даних таблиці Є.2.2.

Таблиця Є.2.5

Показники прозорості акціонерних товариств, які знаходяться в лістингу в Китаї в 2013 році

Кількість прозорих акціонерних товариств, які є в лістингу	114 (135)*
Кількість прозорих акціонерних товариств, які не є в лістингу	48 (55)**
Частка прозорих акціонерних товариств, серед тих акціонерних товариств, які є в лістингу	84,4
Частка прозорих акціонерних товариств, серед тих акціонерних товариств, які не є в лістингу	87,3

Примітка: * - в дужках подана загальна кількість акціонерних товариств, які є в лістингу. **- в дужках подано загальну кількість акціонерних товариств, які не є в лістингу.

Джерело: оброблено автором на основі бази даних ВЕЕПС за 2013 рік.

Додаток Ж

Таблиця Ж.2.1

Кодекси корпоративного управління, прийняті в країнах ЦСЄ та Україні

Країна	Назва законодавчого акту
Чехія	- Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004) June 2004 - Revised Corporate Governance Code (Based on OECD Principles 2001) February 2001
Польща	- Code of Best Practice for WSE Listed Companies 21 November 2012 - Code of Best Practice for WSE Listed Companies 19 May 2010 - Code of Best Practice for WSE Listed Companies 4 July 2007 - Best Practices in Public Companies 2005 29 October 2004 - Best Practices in Public Companies in 2002 4 July 2002 - The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (The Gdańsk Code) 15 June 2002
Угорщина	- Corporate Governance Recommendations 11 March 2008 - Corporate Governance Recommendations 6 August 2007 - Corporate Governance Recommendations February 2002
Словаччина	- Corporate Governance Code for Slovakia January 2008 - Corporate Governance Code (Based on the OECD Principles) September 2002
Словенія	- Corporate Governance Code 8 December 2009 - Corporate Governance Code (Amended 5 February 2007) 5 February 2007 - Corporate Governance Code 14 December 2005 - Corporate Governance Code 18 March 2004
Естонія	- Corporate Governance Recommendations 1 January 2006

(продовження табл. Ж.2.1)

Латвія	<ul style="list-style-type: none"> - Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation May 2010 - Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation 27 December 2005
Литва	<ul style="list-style-type: none"> - The Corporate Governance Code for the Companies Listed on NASDAQ OMX Vilnius 1 January 2010 - Corporate Governance Code for the Companies listed on the National Stock Exchange of Lithuania 23 April 2003
Україна	<ul style="list-style-type: none"> - Ukrainian Corporate Governance Principles 3 June 2003

Джерело: сформовано автором на основі [162].

Додаток 3

Таблиця 3.1.1

Капіталізація фондових ринків країн ЦСЄ та інших країн світу протягом 1996 – 2012 років (млрд. дол. США)

Країна	1996	2000	2002	2003	2004	2006	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ											
Польща	8,39	31,28	28,75	37,16	71,10	149,05	90,23	135,27	190,23	138,24	177,73
Чехія	18,08	11	15,89	17,66	30,86	48,6	48,85	52,69	43,06	38,35	37,16
Угорщина	5,27	12,02	13,11	16,73	28,71	41,93	18,58	28,29	27,71	18,77	21,08
Словенія	0,66	2,55	4,61	7,13	9,68	15,18	11,77	11,77	9,43	6,23	6,47
Словаччина	2,18	1,21	1,9	2,78	4,4	5,57	5,08	4,67	4,15	4,74	4,61
Литва	0,9	1,59	1,46	3,51	6,46	10,19	3,62	4,48	5,66	4,08	3,96
Естонія	-	1,85	2,43	3,79	6,2	5,96	1,95	2,65	2,26	1,61	2,33
Латвія	0,15	0,56	0,71	1,14	1,65	2,7	1,61	1,82	1,25	1,08	1,11
Пострадянські країни											
Україна	-	1,88	3,12	4,3	11,78	42,87	24,36	16,79	39,46	25,56	20,71
Росія	37,23	38,92	124,2	230,79	267,96	1057,19	397,18	861,42	1004,52	796,38	874,66
Розвинуті країни Європи											
Німеччина	671	1270,24	691,12	1079,03	1194,52	1637,83	1107,96	1297,57	1429,71	1184,46	1486,31
Великобританія	1740,25	2576,99	1864,26	2460,06	2815,93	3794,31	1851,95	2796,44	3107,04	2903,18	3019,47
США	8484,43	15104	11098,1	14266,3	16323,7	19425,9	11737,6	15077,3	17139	15640,7	18688,3
Країни Південно-Східної Азії											
Китай	113,76	580,99	463,08	681,20	639,77	2426,33	2793,61	5007,65	4762,84	3389,1	3697,38
Південна Корея	138,82	171,59	249,64	-	428,65	835,19	494,63	836,46	1089,22	994,3	1180,47
В'єтнам	-	-	0,15*	-	0,25	9,09	9,59	21,2	20,39	18,32	32,93

Примітка: * - дані за 2003 рік.

Джерело: сформовано автором на основі [118].

Таблиця 3.1.2

Капіталізація фондових ринків країн ЦСЄ та інших країн світу протягом 1996 – 2012 років (у % від ВВП)

Країна	1996	2000	2002	2003	2004	2006	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ											
Польща	5,35	18,26	14,51	17,14	28,13	43,63	17,04	31,39	40,50	26,81	36,29
Чехія	27,86	18,71	20,26	18,53	27,08	32,76	21,67	26,72	21,69	17,75	18,92
Угорщина	11,48	25,91	19,75	20,03	28,17	37,26	12,05	22,34	21,73	13,66	16,92
Словенія	3,13	12,75	19,91	24,47	28,60	38,98	21,56	23,99	20,10	12,59	14,30
Словаччина	8	4,24	5,50	6,06	7,87	8,08	5,19	5,36	4,77	4,94	5,06
Литва	10,68	13,89	10,33	18,86	28,66	33,87	7,67	12,15	15,59	9,51	9,36
Естонія	-	32,53	33,20	38,52	51,58	35,50	8,20	13,67	11,95	7,15	10,42
Латвія	2,70	7,19	7,67	10,2	12,03	13,57	4,78	7,05	5,21	3,78	3,93
Пострадянські країни											
Україна	-	6,02	7,36	8,58	18,15	39,79	13,53	14,32	28,92	15,64	11,75
Росія	9,5	14,99	35,99	53,63	45,34	106,79	23,91	70,46	65,87	41,93	43,41
Розвинуті країни світу											
Німеччина	27,53	67,34	34,44	-	43,81	56,42	30,58	39,34	43,55	32,68	43,36
Великобританія	140,14	172,53	115,01	-	126,80	152,81	68,90	126,65	135,94	117,11	122,16
США	104,74	146,79	101,07	-	132,96	140,18	79,74	104,57	114,58	100,69	114,92
Країни Південно-Східної Азії											
Китай	13,29	48,48	31,85	-	33,12	89,43	61,78	100,33	80,31	46,29	44,94
Південна Корея	24,89	32,17	43,35	-	59,37	87,75	53,11	100,29	107,32	89,22	104,5
В'єтнам	-	-	0,36*	-	0,5	13,7	9,67	20	17,58	13,51	21,14

Примітка: * - дані за 2003 рік.

Джерело: сформовано автором на основі [118].

Додаток И

Таблиця И.1.1

**Рівень економічного розвитку, показники ринку акціонерного капіталу та інституційного середовища
країн ЦСЄ та окремих розвинутих країн світу в 2012 році**

Країна	Капіталізація (млрд. дол. США)	Капіталізація (% від ВВП)	Класифікація країн світу МВФ	Рівень доходу на душу населення (за клас-цією Світового банку)	ІЕС* (2014)	Індекс легкості ведення бізнесу (2014)	Індекс ефективності державного управління** (2011)
Країни ЦСЄ							
Польща	177,73	36,29	країна з ринками, що формуються	високий	помірно вільна	45	0,84
Чехія	37,16	18,92	розвинута	високий	переважно вільна	75	0,95
Угорщина	21,08	16,92	країна з ринками, що формуються	високий	помірно вільна	54	0,75
Словенія	6,47	14,30	розвинута	високий	помірно вільна	33	0,91
Словаччина	4,61	5,06	розвинута	високий	помірно вільна	49	0,79
Литва	3,96	9,36	країна з ринками, що формуються	вищий середнього	переважно вільна	17	0,69
Естонія	2,33	10,42	розвинута	високий	переважно вільна	22	1,06
Латвія	1,11	3,93	розвинута	вищий середнього	помірно вільна	24	0,61
Пострадянські країни							
Україна	20,71	11,75	країна з ринками, що формуються	нижчий середнього	пригнічена (деспотична)	112	-0,58
Росія	874,66	43,41	країна з ринками, що формуються	вищий середнього	переважно невільна	64	-0,74
Розвинуті країни світу							
США	18 688,3	114,92	розвинута	високий	переважно вільна	4	1,23
Великобританія	3 019,47	122,16	розвинута	високий	переважно вільна	10	1,34
Німеччина	1 486,31	43,36	розвинута	високий	переважно вільна	21	1,42

Примітка: * - індекс економічної свободи; ** - середнє арифметичне 6-ти окремих індексів ефективності державного управління Д. Кауфманна (коливається в межах від -2,5 (слабкі) до +2,5 (сильні) реформи державного управління). Джерело: сформовано автором на основі [118], [113], [136].

Додаток І

Таблиця І.2.1

Індекс економічної свободи та його складові в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 2014 році

Країна	Місце	ІЕС*	Верховенство права		Бюджетні обмеження		Ефективність регулювання			Відкритість ринків		
			Права власності	Корупція	Державні видатки	Фіскальна свобода	Свобода бізнесу	Ринок праці	Монетарна свобода	Торгівля	Інвестиції	Фінансовий ринок
Країни ЦСЄ												
Польща	50	67	60	54,8	43,2	76,1	70,1	60,4	77,8	87,8	70	70
Чехія	26	72,2	70	45,3	43,8	81,7	70,1	84	79,4	87,8	80	80
Угорщина	51	67	60	48,6	26,8	81,1	79,3	65,7	75,6	87,8	75	70
Словенія	74	62,7	60	61	22,6	58,9	85,4	51	80,3	87,8	70	50
Словаччина	57	66,4	50	41,8	56	80,2	67	53,6	78,1	87,8	80	70
Литва	21	73	60	49,9	55,9	92,9	85,7	59	78,6	87,8	80	80
Естонія	11	75,9	90	64,2	56	80,4	77,6	55,9	76,9	87,8	90	80
Латвія	42	68,7	50	43,6	54,9	84,6	82,5	68,5	79,7	87,8	85	50
Пострадянські країни												
Україна	155	49,3	30	21,9	37,5	79,1	59,8	49,8	78,7	86,2	20	30
Росія	140	51,9	25	22,1	61,5	85,6	70	55,8	69,4	74,6	25	30
Розвинуті країни Європи												
Німеччина	18	73,4	90	80,1	38,2	61,2	89,9	46,4	80,8	87,8	90	70
Іспанія	49	67,2	70	62,6	38,7	54	77,3	52,2	79,9	87,8	80	70
Ірландія	9	76,2	90	74,8	30,6	74	83,4	79,5	81,7	87,8	90	70
Греція	119	55,7	40	33,2	19,2	65,9	75,8	53,9	76,3	82,8	60	50
Португалія	69	63,5	70	61,1	26,8	60,1	84,9	34,6	79,3	87,8	70	60
Великобританія	14	74,9	90	76,4	29,5	56,6	92	73,1	73,5	87,8	90	80
Країни Південно-Східної Азії												
Південна Корея	31	71,2	70	54	72,6	72,6	92,8	47,8	79,6	72,6	70	80
В'єтнам	147	50,8	15	26,9	71,4	77	62	68,3	63,6	78,7	15	30
Китай	137	52,5	20	35	82,9	69,9	49,7	61,9	73,3	71,8	30	30
Інші розвинуті країни світу												
США	12	75,5	80	72	48,1	65,8	89,2	97,2	75,4	86,8	70	70

Примітка: * - індекс економічної свободи. Джерело: сформовано автором на основі [113].

Таблиця І.2.2

Індекс легкості ведення бізнесу та його складові в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 2014 році

Країна	ІЛВБ* (2013)	ІЛВБ (2014)	Ресстрація підприємств	Отримання дозволів на будівництво	Підключення до системи електро- постачання	Ресстрація власності	Креди- тування	Захист інвесто- рів	Оподат- кування	Міжна- родна торгівля	Забезпечення виконання контрактів	Процедура банкрутства
Країни ЦСЄ												
Польща	48	45	116	88	137	54	3	52	113	49	55	37
Чехія	68	75	146	86	146	37	55	98	122	68	75	29
Угорщина	52	54	59	47	112	45	55	128	124	70	15	70
Словенія	31	33	38	59	32	83	109	14	54	48	52	41
Словаччина	43	49	108	53	65	11	42	115	102	108	65	38
Литва	25	17	11	39	75	6	28	68	56	15	17	44
Естонія	21	22	61	38	56	15	42	68	32	7	26	66
Латвія	24	24	57	79	83	33	3	68	49	17	21	43
Пострадянські країни												
Україна	140	112	47	41	172	97	13	128	164	148	45	162
Росія**	64	62	34	156	143	12	61	100	49	155	14	65
Розвинуті країни світу												
Німеччина	19	21	111	12	3	81	28	98	89	14	5	13
Великобританія	11	10	28	27	74	68	1	10	14	16	56	7
США	4	4	20	34	13	25	3	6	64	22	11	17

Примітка: * - індекс легкості ведення бізнесу; ** - показники для Росії подано за 2015 рік, відповідно показник ІЛВБ (2013) – за 2014 рік.

Джерело: сформовано автором на основі даних [112].

Таблиця І.2.3

Індекс економічної свободи в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1995 – 2014 роках

Країна	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Країни ЦСЄ																
Польща	50,7	60,0	61,8	65,0	61,8	58,7	59,6	59,3	58,1	60,3	60,3	63,2	64,1	64,2	66,0	67,0
Чехія	67,8	68,6	70,2	66,5	67,5	67,0	64,6	66,4	67,4	68,1	69,4	69,8	70,4	69,9	70,9	72,2
Угорщина	55,2	64,4	65,6	64,5	63,0	62,7	63,5	65,0	64,8	67,6	66,8	66,1	66,6	67,1	67,3	67,0
Словенія	50,4*	58,3	61,8	57,8	57,7	59,2	59,6	61,9	59,6	60,2	62,9	64,7	64,6	62,9	61,7	62,7
Словаччина	60,4	53,8	58,5	59,8	59,0	64,6	66,8	69,8	69,6	70,0	69,4	69,7	69,5	67,0	68,7	66,4
Литва	49,7*	61,9	65,5	66,1	69,7	72,4	70,5	71,8	71,5	70,9	70,0	70,3	71,3	71,5	72,1	73,0
Естонія	65,2	69,9	76,1	77,6	77,7	77,4	75,2	74,9	78,0	77,9	76,4	74,7	75,2	73,2	75,3	75,9
Латвія	55,0*	63,4	66,4	65,0	66,0	67,4	66,3	66,9	67,9	68,3	66,6	66,2	65,8	65,2	66,5	68,7
Пострадянські країни																
Україна	39,9	47,8	48,5	48,2	51,1	53,7	55,8	54,4	51,5	51,0	48,8	46,4	45,8	46,1	46,3	49,3
Росія	51,1	51,8	49,8	48,7	50,8	52,8	51,3	52,4	52,2	49,8	50,8	50,3	50,5	50,5	51,1	51,9
Розвинуті країни світу																
Німеччина	69,8	65,7	69,5	70,4	69,7	69,5	68,1	70,8	70,8	70,6	70,5	71,1	71,8	71,0	72,8	73,4
Великобританія	77,9	77,3	77,6	78,5	77,5	77,7	79,2	80,4	79,9	79,4	79,0	76,5	74,5	74,1	74,8	74,9
США	76,7	76,4	79,1	78,4	78,2	78,7	79,9	81,2	81,2	81,0	80,7	78,0	77,8	76,3	76,0	75,5

Примітка: * - дані за 1996 рік.

Джерело: сформовано автором на основі [113].

Додаток І

Таблиця І.2.1

Індекс сприйняття корупції* в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1998 – 2013 роках

Країна	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012**	2013**	Місце (2013)
Країни ЦСЄ																
Польща	4,6	4,1	4,1	4,0	3,6	3,5	3,4	3,7	4,2	4,6	5,0	5,3	5,5	58	60	38
Чехія	4,8	4,3	3,9	3,7	3,9	4,2	4,3	4,8	5,2	5,2	4,9	4,6	4,4	49	48	57
Угорщина	5,0	5,2	5,3	4,9	4,8	4,8	5,0	5,2	5,3	5,1	5,1	4,7	4,6	55	54	47
Словенія	-	5,5	5,2	6,0	5,9	6,0	6,1	6,4	6,6	6,7	6,6	6,4	5,9	61	57	43
Словаччина	3,9	3,5	3,7	3,7	3,7	4,0	4,3	4,7	4,9	5,0	4,5	4,3	4	46	47	61
Литва	-	4,1	4,8	4,8	4,7	4,6	4,8	4,8	4,8	4,6	4,9	5,0	4,8	57	54	43
Естонія	5,7	5,7	5,6	5,6	5,5	6,0	6,4	6,7	6,5	6,6	6,6	6,5	6,4	64	68	28
Латвія	2,7	3,4	3,4	3,7	3,8	4,0	4,2	4,7	4,9	5,0	4,5	4,3	4,2	49	53	49
Пострадянські країни																
Україна	2,8	1,5	2,1	2,4	2,3	2,2	2,6	2,8	2,7	2,5	2,2	2,4	2,3	26	25	144
Росія	2,4	2,1	2,3	2,7	2,7	2,8	2,4	2,5	2,3	2,1	2,2	2,1	2,4	28	28	127
Розвинуті країни світу																
Німеччина	7,9	7,6	7,4	7,3	7,7	8,2	8,2	8,0	7,8	7,9	8	7,9	8	79	78	12
Великобританія	8,7	8,7	8,3	8,7	8,7	8,6	8,6	8,6	8,4	7,7	7,7	7,6	7,8	74	76	14
США	7,5	7,8	7,6	7,7	7,5	7,5	7,6	7,3	7,2	7,3	7,5	7,1	7,1	73	73	19

Примітка: * - значення індексу коливається в межах від 0 (високий рівень корупції) до 10 (відсутність корупції), ** - для 2012 та 2013 років значення індексу коливається в межах від 0 (високий рівень корупції) до 100 (відсутність корупції).

Джерело: сформовано автором на основі [152].

Додаток Й

Таблиця Й.2.1

Кількість компаній в лістингу на фондових біржах країн ЦСЄ та інших країн світу в 1996-2013 роках

Країна	1996	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ										
Польща	83	225	216	225	267	349	354	569	757	844
Чехія	1588	131	78	54	29	18	16	16	15	17
Угорщина	45	60	48	47	41	41	43	48	52	51
Словенія	21	38	35	140	100	84	76	71	66	61
Словаччина	816	493	354	258	173	125	107	90	81	69
Литва	460	54	51	43	44	41	40	39	33	33
Естонія	27*	23	14	13	16	18	16	15	15	16
Латвія	34	64	62	39	40	35	33	33	32	31
Пострадянські країни										
Україна	125**	139	184	155	249	251	145	183	195	198
Росія	73	249	196	215	309	314	279	345	327	276
Розвинуті країни світу										
Німеччина	681	1022	715	660	656	638	601	571	670	665
Великобританія	2171	1904	2405	2486	2913	2584	2179	2056	2001	2179
США	8479	7524	5685	5231	5133	5603	4401	4279	4171	4102
Країни Південно-Східної Азії										
Китай	540	1086	1235	1384	1440	1604	1700	2063	2342	2494
Південна Корея	760	1308	1518	1573	1694	1789	1778	1781	1792	1767
В'єтнам			22***	26	102	171	196	275	301	311

Примітка: * - дані за 1997 рік. ** - дані за 1998 рік. *** - дані за 2003 рік.

Джерело: сформовано автором на основі [118].

Додаток К

Таблиця К.2.1

Внутрішні інституційні фактори впливу на економічну діяльність підприємств інших організаційних форм в країнах ЦСЄ, пострадянських країнах та розвинутих країн ЄС в 2005 році

Незалежні змінні	Пострадянські країни		Країни ЦСЄ		Розвинуті країни ЄС	
	обсяги продаж	основні засоби	обсяги продаж	основні засоби	обсяги продаж	основні засоби
МСФЗ	0,0059	0,1463	0,2999**	0,2401*	0,2934**	0,3854**
прозорість	0,2770**	0,2682**	0,3086***	0,1705**	0,2791***	0,0604
приватизація	-0,1082	-0,2287	-0,0125	-0,0312	0,2884	-0,3531
інсайдери	0,4686*	-0,0806	-0,1627	-0,1640	0,3369	0,6912
концентрація власності	0,0066	0,0131	0,0664*	0,0653*	0,1863***	0,1575***
власність	-	-	-	-	0,0599	-
константа	0,1359	-0,5010***	0,1095	-0,0989	-0,6055	-0,9783***
Білорусія	0,1789	0,1672	-	-	-	-
Росія	0,1245	0,0927	-	-	-	-
Україна	0,1077	0,3130*	-	-	-	-
Польща	-	-	-0,7114***	-0,4562***	-	-
Угорщина	-	-	-0,6003***	-0,3543**	-	-
Словаччина	-	-	-0,6061**	-0,9981***	-	-
Чехія	-	-	-0,4956***	-0,9519**	-	-
Латвія	-	-	-0,3602*	-0,2707	-	-
Литва	-	-	-0,1099	0,2508	-	-
Естонія	-	-	-0,6623***	-0,6750***	-	-
Німеччина	-	-	-	-	-0,3256***	-0,3180***
Португалія	-	-	-	-	-0,7839***	-0,4964***
Іспанія	-	-	-	-	0,0355	-0,3837**
chi2 (F test)	18,23	23,95	103,41	99,22	134,65	59,36
Prob > chi2	0,0196	0,0023	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Pseudo R2	0,0145	0,0184	0,0408	0,0403	0,0563	0,0347
K-сть спост.	964	964	1849	1849	1823	1821

Примітка: * - показник є статистично значимий на рівні 5 %. ** - показник є статистично значимий на рівні 1 %. *** - показник є статистично значимий на рівні 0,1 %.

Джерело: Розрахунки автора на основі бази даних ВЕЕПС за 2005 рік.

Додаток Л

Таблиця Л.3.1

Обсяги торгів в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1998 – 2012 роках (у % від ВВП)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ															
Чехія	7,53	6,63	11,19	5,20	7,76	9,23	15,50	31,56	22,16	23,23	19,09	10,45	7,10	7,16	5,20
Угорщина	33,45	29,83	26,19	9,14	8,95	9,94	12,76	21,67	27,71	34,90	19,97	20,48	20,76	14,18	8,73
Польща	5,16	6,64	8,54	3,90	2,95	3,92	6,55	9,86	16,11	19,88	12,84	12,94	16,49	18,60	13,73
Словаччина	3,52	1,58	3,12	3,18	2,28	1,45	1,17	0,11	0,13	0,04	0,02	0,20	0,20	0,28	0,18
Словенія	3,23	3,28	2,33	3,87	4,34	2,51	3,46	2,21	2,62	5,74	2,58	2,08	0,58	1,02	0,88
Латвія	1,28	0,62	2,91	1,98	1,33	1,30	0,80	0,60	0,56	0,49	0,13	0,08	0,11	0,18	0,11
Литва	1,96	2,64	1,77	1,73	1,29	1,06	2,06	2,85	6,96	2,62	1,04	0,82	0,82	0,57	0,40
Естонія	16,48	4,99	5,75	3,52	3,30	5,73	6,88	17,82	5,78	9,53	3,29	1,93	1,70	1,08	0,80
Пострадянські країни															
Україна	0,22	0,39	0,92	0,59	0,30	0,21	0,31	0,77	1,11	1,41	1,41	0,50	1,54	2,80	0,68
Росія	3,87	1,45	7,82	7,47	10,47	18,82	22,14	20,85	51,96	58,05	33,85	55,82	52,44	60,37	36,34
Розвинуті країни світу															
Німеччина	34,98	38,23	56,68	75,47	61,45	47,33	51,57	63,74	85,67	101,18	85,69	39,08	42,80	48,50	35,75
Великобританія	79,00	90,76	122,87	125,32	117,82	117,94	166,93	179,51	170,84	361,36	241,35	154,10	131,55	119,88	100,68
США	144,66	192,17	309,65	273,32	231,06	135,05	157,65	164,26	240,06	294,28	434,87	324,15	203,60	197,96	131,58
Китай	27,93	34,81	60,20	33,89	22,93	29,06	38,74	25,98	60,27	223,00	120,98	179,44	135,40	104,77	70,82

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.2

Обсяги торгів в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1998 – 2012 роках (у млрд. дол. США)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ															
Чехія	4,81	4,12	6,58	3,35	6,08	8,80	17,66	41,04	32,88	41,93	43,03	20,61	14,08	15,47	10,21
Угорщина	16,04	14,40	12,15	4,82	5,94	8,30	13,01	23,91	31,18	47,50	30,80	25,94	26,47	19,49	10,88
Польща	8,92	11,15	14,63	7,43	5,84	8,50	16,57	29,97	55,04	84,57	67,95	55,78	77,46	95,89	67,25
Словаччина	1,03	0,47	0,90	0,97	0,79	0,66	0,66	0,07	0,09	0,03	0,02	0,18	0,17	0,27	0,17
Словенія	0,70	0,73	0,46	0,79	1,00	0,73	1,17	0,79	1,02	2,71	1,41	1,02	0,27	0,51	0,40
Латвія	0,09	0,05	0,23	0,16	0,12	0,15	0,11	0,10	0,11	0,14	0,04	0,02	0,03	0,05	0,03
Литва	0,22	0,29	0,20	0,21	0,18	0,20	0,46	0,74	2,09	1,02	0,49	0,30	0,30	0,24	0,17
Естонія	0,92	0,29	0,33	0,22	0,24	0,56	0,83	2,48	0,97	2,10	0,78	0,37	0,32	0,24	0,18
Пострадянські країни															
Україна	0,09	0,12	0,29	0,23	0,13	0,11	0,20	0,66	1,20	2,02	2,54	0,59	2,10	4,57	1,21
Росія	10,50	2,84	20,31	22,91	36,13	81,01	130,84	159,33	514,36	754,54	562,23	682,54	799,69	1146,42	732,24
Розвинуті країни світу															
Німеччина	761,89	814,74	1069,12	1419,58	1233,06	1147,21	1406,06	1763,15	2486,67	3363,09	3105,29	1288,87	1405,04	1758,19	1225,53
Великобританія	1167,38	1377,86	1835,28	1861,13	1909,72	2211,53	3707,19	4167,02	4242,08	10324,50	6486,96	3402,50	3006,68	2971,84	2488,57
США	13148,50	18574,10	31862,50	29040,70	25371,30	15547,40	19354,90	21510,00	33267,60	42613,20	64014,20	46735,90	30454,80	30750,60	21375,30
Китай	284,77	377,10	721,54	448,93	333,37	476,81	748,27	586,30	1635,12	7791,70	5470,53	8956,19	8029,97	7671,36	5826,51

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.3

Коефіцієнт оборотності фондового ринку в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1998 – 2012 роках

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ															
Чехія	38,72	34,56	57,74	32,94	48,23	52,43	72,80	118,60	75,62	68,73	70,39	40,59	29,42	38,01	27,04
Угорщина	110,62	94,87	85,75	43,04	50,61	55,63	57,26	78,03	83,70	106,04	93,01	110,69	94,53	83,86	54,59
Польща	54,72	44,56	48,09	25,94	21,33	25,78	30,61	36,34	45,31	47,46	45,68	49,47	47,60	58,39	42,56
Словаччина	73,95	46,78	78,66	69,60	45,59	28,38	18,23	1,57	1,80	0,48	0,37	3,59	3,94	6,06	3,57
Словенія	34,45	31,65	19,67	29,47	26,95	12,46	13,92	8,97	8,83	12,29	6,91	8,67	2,57	6,50	6,24
Латвія	23,63	11,73	47,82	26,16	17,59	15,64	7,86	4,59	4,26	4,82	1,79	1,14	1,78	4,42	2,93
Литва	15,97	26,23	14,84	15,07	13,70	7,95	9,30	10,11	22,79	10,07	7,11	7,48	5,84	5,03	4,24
Естонія	113,83	24,70	17,95	13,20	12,33	18,14	16,57	51,11	20,55	34,94	19,59	16,25	13,10	12,57	9,12
Пострадянські країни															
Україна	4,39	14,67	19,20	13,92	5,65	2,85	2,50	3,59	3,53	2,61	3,73	2,87	7,48	14,06	5,21
Росія	14,11	6,12	36,56	39,80	36,06	45,64	52,47	39,03	64,06	58,94	59,18	108,46	85,71	127,32	87,64
Розвинуті країни світу															
Німеччина	79,40	64,50	79,12	121,23	139,89	129,62	123,69	145,97	173,95	179,68	193,27	107,16	103,04	134,51	91,77
Великобританія	53,42	51,92	66,61	78,50	94,80	102,28	140,53	141,88	123,81	269,82	227,20	146,39	101,86	98,89	84,04
США	106,21	123,47	200,78	200,57	203,35	122,59	126,54	129,21	182,81	216,46	404,07	348,58	189,06	187,62	124,60
Китай	130,12	134,19	158,29	81,26	67,55	83,34	113,29	82,55	101,97	180,10	121,30	229,61	164,37	188,21	164,44

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.4

Приріст ВВП на душу населення в країнах ЦСЄ та інших країнах світу в 1998 – 2012 роках (щорічний)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ															
Чехія	-0,14	1,78	4,30	3,46	2,47	3,74	4,65	6,55	6,67	5,07	2,21	-5,08	2,15	2,05	-1,20
Угорщина	4,32	3,49	4,50	3,95	4,80	4,15	5,03	4,17	4,06	0,27	1,07	-6,65	1,49	1,89	-1,42
Польща	4,94	4,53	4,82	1,75	1,49	3,94	5,41	3,66	6,29	6,84	5,11	1,53	3,98	3,50	1,80
Словаччина	4,22	-0,06	1,51	3,67	4,58	4,76	5,00	6,56	8,26	10,37	5,57	-5,14	3,96	3,61	1,58
Словенія	3,74	5,25	3,96	2,78	3,70	2,87	4,33	3,83	5,51	6,27	3,43	-8,84	0,94	0,49	-2,75
Латвія	5,71	5,55	7,70	8,87	7,22	7,81	9,27	11,19	12,85	10,55	-3,82	-17,55	0,36	14,55	6,70
Литва	8,41	-0,37	3,98	7,30	7,24	10,72	7,93	8,47	8,49	10,44	3,46	-14,27	2,95	14,98	5,25
Естонія	7,84	0,49	10,19	6,70	6,99	8,17	6,68	9,11	10,31	7,64	-4,08	-14,07	2,57	9,58	3,98
Пострадянські країни															
Україна	-1,02	0,75	6,97	10,30	6,25	10,29	12,95	3,46	8,03	8,55	2,86	-14,42	4,61	5,58	0,45
Росія	-5,04	6,83	10,00	5,35	5,21	7,82	7,73	6,90	8,65	8,84	5,36	-7,79	4,15	3,87	3,03
Розвинуті країни світу															
Німеччина	1,85	1,81	2,92	1,34	-0,16	-0,43	1,18	0,74	3,82	3,41	1,28	-4,90	4,17	3,31	0,58
Великобританія	3,27	2,60	3,99	1,81	1,92	3,53	2,65	2,62	2,13	2,76	-1,43	-5,81	0,91	0,34	-0,63
США	3,24	3,65	2,94	-0,05	0,84	1,91	2,84	2,40	1,68	0,83	-1,23	-3,65	1,66	1,11	2,02
Китай	6,77	6,67	7,55	7,52	8,37	9,32	9,45	10,65	12,07	13,61	9,04	8,66	9,87	8,78	7,28

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.5

**Середній приріст ВВП на душу населення та ПІІ (у % від ВВП) в країнах ЦСЄ та пострадянських країнах
протягом 1999 – 2012 років**

Країни	Приріст ВВП на душу населення в 1999-2012 роках	Чистий притік ПІІ у % від ВВП в 1999-2012 роках
Країни ЦСЄ		
Польща	3,64	3,75
Чехія	2,59	5,51
Угорщина	2,05	10,86
Словенія	2,12	1,99
Словаччина	3,61	4,32
Литва	5,11	3,53
Естонія	4,28	9,39
Латвія	5,42	4,26
Пострадянські країни		
Україна	4,44	4,12
Росія	5,06	2,50

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.6

Чистий притік прямих іноземних інвестицій в країнах ЦСЄ в 1999-2012 роках (% від ВВП)

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ														
Польща	4,33	5,45	3,00	2,08	2,12	5,03	3,64	6,30	6,01	2,84	3,34	3,63	3,37	1,37
Чехія	10,15	8,48	8,76	10,83	2,12	4,37	8,92	3,72	5,88	2,92	1,45	3,08	1,04	5,39
Угорщина	6,85	5,97	7,48	4,54	2,61	4,20	7,71	16,60	51,90	48,62	-2,34	-16,42	6,80	7,51
Словенія	0,48	0,68	2,46	7,17	1,03	2,46	2,72	1,78	3,98	3,34	-0,72	1,35	1,62	-0,50
Словаччина	1,18	7,15	-	11,85	1,22	5,42	4,89	5,90	4,63	4,16	1,84	2,43	3,82	1,68
Литва	4,43	3,31	3,67	5,03	0,96	3,43	4,58	6,82	5,95	4,04	0,05	2,38	3,37	1,36
Естонія	5,35	6,82	8,70	3,89	9,34	8,03	22,49	13,17	15,59	7,88	9,62	10,85	2,31	7,36
Латвія	4,77	5,27	1,59	2,72	2,71	4,63	5,06	8,54	9,43	4,26	-0,17	1,80	5,27	3,79
Пострадянські країни														
Україна	1,57	1,90	2,08	1,63	2,84	2,64	9,06	5,20	7,14	5,94	4,07	4,73	4,41	4,44
Росія	1,69	1,05	0,90	1,00	1,85	2,61	2,03	3,80	4,30	4,50	2,99	2,83	2,90	2,51

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.7

Чистий притік портфельних інвестицій (в акції) в країнах ЦСЄ в 1999-2012 роках (% від ВВП)

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ														
Польща	0,01	0,26	-0,16	-0,28	-0,39	0,66	0,44	-0,62	-0,11	0,11	0,37	1,68	0,60	0,79
Чехія	0,19	1,05	0,96	-0,34	1,16	0,65	-1,18	0,18	-0,15	-0,50	-0,16	-0,12	0,00	-0,08
Угорщина	2,47	-0,80	0,25	-0,21	0,32	1,46	-0,01	0,81	-3,68	-0,13	0,53	-0,16	-0,15	0,91
Словенія	-0,01	0,13	-0,01	0,05	0,05	-0,04	0,27	0,51	0,58	-0,53	0,06	0,36	0,45	0,33
Словаччина	0,16	-0,18	-	0,03	0,13	-0,17	0,22	0,05	0,28	0,11	0,21	-0,01	0,04	0,00
Литва	0,08	1,06	-0,13	0,04	0,02	0,04	0,50	0,24	-0,43	0,01	-0,01	0,10	0,02	-0,12
Естонія	4,12	-0,50	0,51	0,73	1,12	1,46	-9,80	1,84	1,32	-1,27	-0,68	0,21	-0,50	-0,67
Латвія	-	-	-	-	-	-	0,86	-0,24	2,29	-1,11	-0,67	1,68	2,18	-4,61
Пострадянські країни														
Україна	0,41	0,47	0,23	0,22	0,17	-0,09	0,10	0,30	0,50	0,22	0,09	0,21	0,32	0,29
Росія	-0,15	0,06	0,18	0,76	0,10	0,05	-0,02	0,73	1,42	-0,93	0,31	-0,32	-0,52	0,06

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.8

Валові внутрішні інвестиції в країнах ЦСЄ в 1999-2012 роках (% від ВВП)

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Країни ЦСЄ														
Польща	25,26	24,85	20,77	18,62	18,74	20,07	19,27	21,05	24,45	23,90	20,35	21,00	22,06	20,66
Чехія	27,50	29,93	29,67	28,17	27,05	27,11	26,50	27,69	29,80	28,94	23,85	24,79	24,51	23,34
Угорщина	26,09	27,10	25,24	24,67	23,65	25,90	24,54	24,14	22,43	23,54	17,93	18,57	19,43	-
Словенія	27,72	27,42	25,04	23,97	25,38	27,48	27,16	28,92	31,96	31,94	22,51	22,63	21,28	-
Словаччина	27,80	25,98	29,57	29,08	24,61	26,34	28,87	28,02	27,82	27,69	19,89	23,45	21,89	-
Литва	22,18	18,89	19,29	20,69	21,88	22,70	23,91	26,34	30,87	26,71	10,61	16,77	18,77	-
Естонія	25,31	28,39	27,91	32,29	33,15	33,07	33,78	38,70	38,64	29,97	18,72	19,74	26,77	28,18
Латвія	23,43	23,71	26,61	26,67	28,75	33,03	34,39	39,69	40,39	31,17	20,28	22,25	25,94	-
Пострадянські країни														
Україна	17,51	19,63	21,76	20,15	21,97	21,13	22,58	24,76	26,65	27,94	17,06	19,56	20,70	17,64
Росія	14,83	18,69	21,95	20,05	20,86	20,90	20,08	21,17	24,16	25,50	18,93	22,62	25,46	25,98

Джерело: сформовано автором на основі даних [118].

Таблиця Л.3.9

Прямі іноземні інвестиції (нагромаджені) в країнах ЦСЄ в 1999-2011 роках (млрд. дол. США)

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Країни ЦСЄ													
Польща	26,23	34,40	41,40	48,46	61,25	91,73	96,08	133,17	188,53	173,68	196,34	232,41	210,24
Чехія	17,55	21,64	27,09	38,67	45,29	57,26	60,66	79,84	112,41	113,17	125,83	128,50	120,57
Угорщина	23,26	22,87	27,41	36,22	48,34	61,57	61,11	119,82	195,83	256,37	265,35	212,51	225,12
Словенія	2,68	2,89	2,59	4,11	6,31	7,59	7,24	8,98	14,38	15,64	15,18	14,47	15,11
Словаччина	3,19	4,50	5,73	8,92	15,78	21,88	23,66	33,61	42,70	51,03	52,64	50,33	51,29
Литва	2,06	2,33	2,67	3,98	4,96	6,39	8,21	11,00	15,06	12,95	13,72	13,27	13,92
Естонія	2,47	2,64	3,16	4,23	7,00	10,06	11,29	12,70	16,75	16,39	16,81	16,70	16,73
Латвія	1,79	2,08	2,33	2,75	3,28	4,53	4,93	7,48	10,84	11,54	11,60	10,75	12,09
Пострадянські країни													
Україна	2,70	3,74	4,80	5,92	7,57	9,52	17,21	23,13	38,06	47,00	52,02	57,99	64,51
Росія	24,86	32,20	52,92	70,88	96,73	114,93	180,23	265,87	491,05	215,76	378,84	490,56	457,47

Джерело: сформовано автором на основі даних [170].

Таблиця Л.3.10

Портфельні інвестиції в акції (нагромаджені) в країнах ЦСЄ в 1999-2011 роках (млрд. дол. США)

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Країни ЦСЄ													
Польща	4,98	5,35	4,30	4,40	6,71	13,71	18,74	22,75	32,93	16,03	22,79	31,71	24,76
Чехія	2,72	3,06	3,55	4,25	5,49	9,34	8,97	11,57	14,52	9,29	11,41	10,63	9,33
Угорщина	4,36	2,99	2,91	3,78	5,60	11,36	13,16	18,38	15,27	9,03	16,10	14,66	10,23
Словенія	0,21	0,20	0,22	0,40	0,56	0,74	0,72	1,61	3,05	0,90	1,15	1,13	1,08
Словаччина	0,70	0,65	0,83	1,18	1,89	3,90	4,54	5,60	7,15	6,25	4,97	5,22	5,42
Литва	0,06	0,13	0,10	0,11	0,14	0,17	0,32	0,81	0,74	0,23	0,34	0,49	0,37
Естонія	0,50	0,43	0,40	0,63	0,95	1,94	1,20	1,88	2,44	0,73	0,88	1,19	0,82
Латвія	0,05	0,04	0,04	0,07	0,12	0,15	0,23	0,33	0,39	0,23	0,20	0,22	0,27
Пострадянські країни													
Україна	0,68	0,62	0,76	0,67	0,46	0,55	9,01	12,86	18,62	17,06	15,57	20,03	21,74
Росія	15,81	11,11	27,35	35,76	57,98	68,13	166,34	265,80	367,55	112,56	217,32	278,30	226,36

Джерело: сформовано автором на основі даних [170].

Таблиця Л.3.11

Прямі іноземні інвестиції (нагромаджені) в країнах ЦСЄ в 1999-2011 роках (у % від ВВП)

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Країни ЦСЄ													
Польща	15,63	20,08	21,74	24,45	28,25	36,29	31,61	38,98	44,33	32,81	45,56	49,48	40,77
Чехія	28,23	36,80	42,08	49,31	47,52	50,24	46,64	53,82	62,27	50,20	63,80	64,75	55,82
Угорщина	48,20	49,30	51,98	54,56	57,87	60,40	55,39	106,48	143,88	166,22	209,55	166,67	163,78
Словенія	12,02	14,48	12,65	17,77	21,64	22,43	20,26	23,07	30,39	28,64	30,95	30,84	30,07
Словаччина	10,65	15,68	18,90	25,76	34,42	39,01	38,57	48,71	50,76	52,12	60,34	57,80	53,50
Литва	18,80	20,42	21,92	28,11	26,65	28,33	31,63	36,55	38,52	27,40	37,25	36,55	32,47
Естонія	43,22	46,60	50,66	57,75	71,15	83,64	81,19	75,60	76,15	68,91	86,63	88,30	74,27
Латвія	24,61	26,60	28,00	29,54	29,29	32,91	30,73	37,50	37,69	34,27	44,84	44,78	42,46
Пострадянські країни													
Україна	8,54	11,97	12,63	13,97	15,09	14,67	19,98	21,46	26,67	26,11	44,38	42,51	39,48
Росія	12,69	12,40	17,26	20,54	22,48	19,45	23,59	26,86	37,78	12,99	30,98	32,17	24,09

Джерело: сформовано автором на основі даних [118], [170].

Таблиця Л.3.12

Портфельні інвестиції в акції (нагромаджені) в країнах ЦСЄ в 1999-2011 роках (у % від ВВП)

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Країни ЦСЄ													
Польща	2,97	3,12	2,26	2,22	3,09	5,43	6,17	6,66	7,74	3,03	5,29	6,75	4,80
Чехія	4,38	5,20	5,52	5,42	5,76	8,19	6,90	7,80	8,04	4,12	5,79	5,35	4,32
Угорщина	9,03	6,44	5,51	5,70	6,71	11,14	11,93	16,33	11,22	5,86	12,71	11,50	7,44
Словенія	0,93	1,02	1,06	1,72	1,94	2,19	2,02	4,13	6,44	1,65	2,34	2,40	2,15
Словаччина	2,34	2,26	2,75	3,41	4,13	6,95	7,41	8,12	8,50	6,38	5,69	6,00	5,65
Литва	0,56	1,12	0,79	0,78	0,77	0,76	1,23	2,69	1,90	0,49	0,91	1,36	0,87
Естонія	8,77	7,61	6,46	8,68	9,65	16,15	8,60	11,22	11,11	3,07	4,52	6,31	3,65
Латвія	0,70	0,51	0,50	0,75	1,08	1,11	1,45	1,65	1,35	0,67	0,78	0,92	0,95
Пострадянські країни													
Україна	2,16	2,00	2,01	1,58	0,93	0,85	10,46	11,94	13,05	9,48	13,28	14,69	13,30
Росія	8,07	4,28	8,92	10,36	13,47	11,53	21,77	26,85	28,28	6,78	17,77	18,25	11,92

Джерело: сформовано автором на основі даних [118], [170].

Таблиця Л.3.13

**Часткові та напівчасткові кореляції чистого притоку ІІ в акції (у % від ВВП)
для країн ЦСЄ з наведеними показниками на основі даних за 1999-2012 роки**

	Часткова кореляція	Напівчасткова кореляція	Часткова кореляція ²	Напівчасткова кореляція ²	Значимість
Капіталізація	0,1736	0,1632	0,0302	0,0266	0,0979
Обсяги торгів	-0,1594	-0,1494	0,0254	0,0223	0,1292
ВВП на душу населення	0,0273	0,0253	0,0007	0,0006	0,7963
Кредити приватному сектору	-0,0521	-0,0483	0,0027	0,0023	0,6216
Валові внутрішні інвестиції	0,0134	0,0124	0,0002	0,0002	0,8992
ІІІ (притік)	-0,2448	-0,2337	0,0599	0,0546	0,0187

Джерело: обраховано автором на основі [118], [170].

Таблиця Л.3.14

Вплив євроінтеграції на валові внутрішні інвестиції та економічне зростання в країнах ЦСЄ

Країна	Валові внутрішні інвестиції (% від ВВП)		Приріст ВВП на душу населення	
	1999-2003	2004-2012	1999-2003	2004-2012
Польща	21,65	21,42	3,31	4,24
Чехія	28,46	26,28	3,15	2,56
Угорщина	25,35	22,06	4,18	1,10
Словенія	25,91	26,74	3,71	1,47
Словаччина	27,41	22,66	2,89	4,41
Литва	20,59	22,09	5,77	5,30
Естонія	29,41	29,73	6,51	3,52
Латвія	25,83	30,90	7,43	4,90

Джерело: обраховано автором на основі таблиць Л.3.8, Л.3.4.