

АНАЛІЗ ВПРОВАДЖЕННЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ У СВІТОВОМУ ЕКОНОМІЧНОМУ ПРОСТОРІ

©2019 РОССО М. В., ОСЕЦЬКИЙ В. Л., КАНІЩЕНКО О. Л.

УДК 330.1
JEL: G34

Россо М. В., Осецький В. Л., Канищенко О. Л. Аналіз впровадження корпоративного управління у світовому економічному просторі

Метою статті є дослідження впливу ефективного корпоративного управління на економічний розвиток. Стратегічний аналіз та оцінювання впровадження корпоративного управління у світовому економічному просторі здійснено шляхом виявлення емпіричних зв'язків між якістю корпоративного управління та економічним розвитком у незбалансованій робочій групі до 185 країн на період з 2010 по 2015 рр. На основі проведеного дослідження доведено, що корпоративне управління є позитивним чинником припливу прямих іноземних інвестицій та зростання ринкової капіталізації, а також негативним детермінантом зайнятості в державному секторі країн з низькими доходами. Виявлено, що корпоративне управління негативно співвідноситься з корупцією в країнах з високим рівнем доходу. Визначено односпрямовану причинність від корпоративного управління до економічного розвитку, тобто, причинного впливу економічного розвитку на корпоративне управління не підтверджено. Обґрунтовано, що для прискорення економічного розвитку в економіках, що розвиваються, політики повинні звернути увагу, насамперед, на інституційний розвиток країн, включаючи впровадження найкращих практик корпоративного управління.

Ключові слова: корпоративне управління, прямі іноземні інвестиції, капіталізація ринку, корупція, узагальнений метод моменту.

DOI:

Табл.: 4. **Бібл.:** 64.

Россо Мартина Вікторівна – магістрант кафедри міжнародної економіки та маркетингу, Київський національний університет імені Тараса Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01033, Україна) **E-mail:** martina@knu.ua

Осецький Валерій Леонідович – доктор економічних наук, професор, професор кафедри економічної теорії, макро- і мікроекономіки, Київський національний університет імені Тараса Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01033, Україна) **E-mail:** val_osetski@ukr.net

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-8144-5313>

Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/I-4477-2018>

Канищенко Олена Леонідовна – доктор економічних наук, професор, професор кафедри міжнародної економіки та маркетингу, Київський національний університет імені Тараса Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01033, Україна) **E-mail:** okanisch@ukr.net

УДК 330.1
JEL: G34

UDC 330.1
JEL: G34

Россо М. В., Осецкий В. Л., Канищенко О. Л. Анализ внедрения корпоративного управления в мировом экономическом пространстве

Целью статьи является исследование влияния эффективного корпоративного управления на экономическое развитие. Стратегический анализ и оценка внедрения корпоративного управления в мировом экономическом пространстве осуществлены путем выявления эмпирических связей между качеством корпоративного управления и экономическим развитием в небалансированной рабочей группе до 185 стран за период с 2010 по 2015 гг. На основе проведенного исследования доказано, что корпоративное управление является положительным фактором притока прямых иностранных инвестиций и роста рыночной капитализации, а также отрицательным детерминантом занятости в государственном секторе стран с низкими доходами. Выведено, что корпоративное управление негативно соотносится с коррупцией в странах с высоким уровнем дохода. Определена однонаправленная причинность от корпоративного управления к экономическому развитию, то есть, причинное влияние экономического развития на корпоративное управление не подтверждено. Обосновано, что для ускорения экономического развития в развивающихся экономиках политики должны обратить внимание, прежде всего, на институциональное развитие стран, включая внедрение лучших практик корпоративного управления.

Ключевые слова: корпоративное управление, прямые иностранные инвестиции, капитализация рынка, коррупция, обобщенный метод момента.

Табл.: 4. **Библ.:** 64.

Россо Мартина Викторовна – магістрант кафедри міжнародної економіки та маркетингу, Київський національний університет імені Тараса Шевченка (вул. Владимирская, 60, Киев, 01033, Украина) **E-mail:** martina@knu.ua

Осецкий Валерий Леонидович – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономической теории, макро- и микроэкономики, Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко (вул. Владимирская, 60, Киев, 01033, Украина) **E-mail:** val_osetski@ukr.net

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-8144-5313>

Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/I-4477-2018>

Канищенко Елена Леонидовна – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры международной экономики и маркетинга, Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко (вул. Владимирская, 60, Киев, 01033, Украина) **E-mail:** okanisch@ukr.net

Rosso M. V., Osetskiy V. L., Kanishchenko O. L. Analyzing the Introduction of Corporate Management in the Global Economic Space

The article is aimed at researching the impact of efficient corporate management on economic development. Strategic analysis and evaluation of the introduction of corporate management in the global economic space are carried out by identifying empirical relationships between quality of corporate management and development in the unbalanced working group up to 185 countries for the period from 2010 to 2015. The research has proved that corporate management is a positive factor in the inflow of foreign direct investment and market capitalization, as well as a negative determinant of employment in the State sector of the low-income countries. It is identified that corporate management is negatively correlated with corruption in the high-income countries. The one-directional causality from corporate management to economic development, i. e. causal influence of economic development on corporate management is not confirmed. It is substantiated that in order to accelerate economic development of developing economies, politicians should pay attention, first of all, to the institutional development of countries, including the introduction of best practices of corporate management.

Keywords: corporate management, foreign direct investments, market capitalization, corruption, generalized method of moments.

Tabl.: 4. **Bibl.:** 64.

Rosso Martina V. – Graduate Student of the Department of International Economics and Marketing, Taras Shevchenko National University of Kyiv (60 Volodymyrska Str., Kyiv, 01033, Ukraine) **E-mail:** martina@knu.ua

Osetskiy Valeriy L. – D. Sc. (Economics), Professor, Professor of the Department of Economic Theory, Macro- and Microeconomics, Taras Shevchenko National University of Kyiv (60 Volodymyrska Str., Kyiv, 01033, Ukraine)

E-mail: val_osetski@ukr.net

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-8144-5313>

Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/I-4477-2018>

Kanishchenko Olena L. – D. Sc. (Economics), Professor, Professor of the Department of International Economics and Marketing, Taras Shevchenko National University of Kyiv (60 Volodymyrska Str., Kyiv, 01033, Ukraine)

E-mail: okanisch@ukr.net

Корпоративне управління та його реалізація повинні підтримуватися відповідними діями і політикою уряду. Розвиток корпоративного управління позитивно впливає на прискорення економічного розвитку, головним чином на економічні показники фірм. Упровадження кращих практик корпоративного управління сприяє створенню більш стійких фінансових ринків і допомагає компаніям пережити світові фінансові труднощі. Ефективні положення та практика корпоративного управління забезпечують хороший захист акціонерів і прискорюють розвиток місцевих фондових ринків [1, р. 91–122]. Поліпшення реалізації прав акціонерів та кредиторів прискорює розвиток національних ринків капіталу та допомагає місцевим компаніям зростати швидше [2, р. 403–465; 3, р. 107–155]. Крім того, ефективне корпоративне управління може привести до зниження рівня корупції [4, р. 151–170].

Удосконалення регуляторних норм і законів корпоративного управління особливо важливо для бідних країн, яким не вистачає розвитку ринкових інститутів і які стикаються з так званим інституціональним розривом. Більше того, в менш розвинених країнах практика корпоративного управління в основному відсутня [5, р. 737–783]. Тому впровадження кращої практики корпоративного управління може стимулювати серйозні інституційні зміни в країнах, що розвиваються. Своєю чергою, впровадження законів і нормативів корпоративного управління може бути прискорене завдяки доказу того, що ефективна практика у світовому економічному просторі допомагає вирішувати важливі економічні проблеми, такі як залучення прямих іноземних інвестицій (ПІІ), боротьба з корупцією та підвищення ринкової вартості вітчизняних фірм.

Найбільш визначальними з даної теми є дослідження І. Івасакі, І-Джу Ченя, С. Джонсона, Г. Еззіна і Б. Олівера, М. Віллануева-Віллара, С. Джанкова, В. Аскавяна і М. Спатареану, Ц. Леза, К. Лінса, Ф. Варноцка, П. Ванга, Й. Альба, Д. Парка та інших. Вищевказаними авторами був зроблений аналіз впливу корпоративного управління на прискорення економічного розвитку у світовій економічній практиці, зокрема на економічні показники компаній (на рівні фірм). Невирішеними питаннями даної проблеми є встановлення зв'язку між упровадженням корпоративного управління та економічним розвитком на основі міждержавних відносин (на рівні країн), а також визначення пріоритетів у виборі індикаторів світового економічного розвитку та їх впливу на прискорення ефективного розвитку фінансових ринків.

Метою статті є дослідження впливу ефективного корпоративного управління на економічний розвиток.

Корпоративне управління являє собою набір механізмів, які зовнішні (міноритарні) інвестори використовують для захисту від експропріації з боку

керівників і контролюючих акціонерів, включаючи: 1) крадіжку прибутку; 2) продаж продукції або активів компанії, яку вони контролюють, але яку фінансували міноритарні інвестори іншої компанії, якою володіють керуючі та контролюючі акціонери, за цінами нижчими від ринкових; 3) призначення низькокваліфікованих членів сім'ї на керівні посади або переплату керівникам [6].

Як показує світова практика, існує позитивний вплив корпоративного управління на прискорення економічного розвитку, який відбивається в основному в позитивних змінах економічних показників фірм. Зокрема, корпорації з незалежними радами та аудиторськими комітетами виявилися більш стійкі до глобального фінансового зриву 2008–2009 рр. [7, р. 178–211], що свідчить про те, що якість корпоративного управління є значним для стійкості компанії до впливу фінансових криз. Більше того, ця криза стимулювала подальше вдосконалення корпоративного управління як спроби захистити компанії від контрольованих акціонерів та експропріації управління, щоб зробити компанії більш фінансово та економічно стабільними.

Дослідження І. Івасакі [7, р. 178–211] було зосереджено на російських компаніях, національна система корпоративного управління яких була недостатньо розвинена, а покращення повинні були бути більш радикальними. На погляд автора, у цілому, реструктуризація корпоративного управління після кризи вимагала більш ефективної та незалежної системи фінансового контролю та більш професійної та незалежної ради директорів. Дослідження показали, що, з одного боку, як відповідь на фінансову кризу 2008–2009 рр., компанії збільшили кількість зовнішніх директорів, значно зменшили кількість представників працівників у наглядових радах. З іншого боку, вони зменшили кількість зовнішніх аудиторів і замінили їх інсайдерами, представленими працівниками компанії з аудиту.

Аналогічні дослідження були проведені для інших країн, як тих, що розвиваються, так і розвинених. Наприклад, фінансова криза 2008–2009 рр. підштовхнула тайваньські корпорації до зменшення кількості директорів і контролерів, контрольованих найбільшими акціонерами, для посилення контролю за наглядовою радою та підвищення інформаційної прозорості корпорацій [8, р. 3–28].

Дослідження, проведені на підприємствах країн з перехідною економікою протягом 1997–1998 рр. під час азіатської фінансової кризи, показали, що ефективність системи корпоративного управління, насамперед захист міноритарних акціонерів, підтримує стійкість національної економіки під час фінансової турбулентності [9, р. 141–186]. Навпаки, слабке корпоративне управління дозволило підвищити рівень експропріації керівниками під час фінансових криз.

На макроекономічному рівні це спричинило більш високе падіння цін на фондовому ринку та зниження курсу національної валюти.

Дослідження французьких корпорацій показали, що хороша політика оплати праці, ефективний процес аудиту та кращий захист міноритарних акціонерів підвищують впевненість інвесторів у стійкості цільової компанії, що дозволяє корпораціям пережити глобальний фінансовий зрив [10, р. 85–99]. Крім того, дослідження іспанських компаній довело, що незалежність правління та розмір ради мають позитивний вплив на ринкову вартість корпорації під час глобальних фінансових криз [11, р. 233–245]. Таким чином, усе це дозволило зробити висновок, що впровадження найкращих практик корпоративного управління є корисним як для багатства акціонерів, так і для загальної стійкості фінансових ринків. Зокрема, кращий захист прав акціонерів та виконання прав кредиторів пов'язаний з більшим розміром ринків капіталу. Поясненням останнього твердження є те, що краще корпоративне управління дозволяє компаніям залучати більше капіталу за меншими витратами, допомагаючи компаніям інвестувати, що приводить до більш швидкого зростання та збільшення вартості корпоративного ринку.

Згідно з дослідженням П. Гомперса, Д. Іші й А. Метріка [3, р. 107–155], компанії з більш високим рівнем захисту прав акціонерів меншин мають кращу продуктивність, вищу ринкову вартість і кращий коефіцієнт ринкової вартості (коефіцієнт Тобіна – Q). Отже, це вказує, по-перше, на те, що інвестори можуть заробляти більше, якщо вони вкладають кошти в компанії з більш високим ступенем захисту прав міноритарних інвесторів, і, по-друге, країни з кращою практикою корпоративного управління привертають більше інвесторів на фондовий ринок і пропонують більше акцій з більш високим співвідношенням ринкової вартості, що збільшує загальну капіталізацію фондового ринку. І навпаки, країни зі слабшим захистом прав на акції мають в чотири рази менше розвинених фондових ринків (з точки зору капіталізації фондового ринку до ВВП), ніж країни з кращими практиками в цій галузі. Вони часто не мають покращення прав акціонерів та кредиторів. Перш за все, кращий захист інтересів міноритарних інвесторів вимагає ефективного державного регулювання та запобігання саморегулюванню, що є однією з центральних проблем у так званій експропріації контрольованими акціонерами та/або менеджерами [2, р. 430–465].

Отже, кращий захист прав акціонерів зменшує трансакційні витрати на управління іноземними дочірніми компаніями і, таким чином, прискорює приплив ПІІ [12, р. 69–85]. Докази американських компаній показують, що вони володіють меншими частками в іноземних компаніях з низьким рівнем корпоративного управління та більшими ризиками експропріації

місцевими співвласниками та менеджерами. Більш того, погано керовані компанії залучають меншу кількість іноземних інвестицій, оскільки вони цінуються менше інвесторами, а іноземні компанії зазнають більших трансакційних витрат для управління та контролю за кордоном. Крім того, компанії з більш сильним корпоративним управлінням є більш привабливими для іноземних інвесторів, оскільки вони є більш прозорими та забезпечують кращий захист прав акціонерів [13, р. 3245–3285]. Важливу роль у залученні ПІІ відіграє місцева правова система. Докази з інвестицій Великобританії за кордоном показують, що слабка правова система, яка не забезпечує достатніх можливостей для захисту прав власності, зменшує можливість залучення ПІІ. При цьому іноземні інвестори вважають за краще купувати менші частки місцевих компаній, що дозволяє знизити ризик експропріації місцевими акціонерами або менеджерами.

Проте, з іншої точки зору, сильне корпоративне управління зменшує приплив ПІІ, якщо злиття та поглинання (M&A) використовується для вступу в економіку [14, р. 43–50]. Цей зв'язок ґрунтується на гіпотезі, що сильне корпоративне управління максимізує ринкову вартість компанії та залишає мало місця для збільшення багатства іноземного акціонера, який купує нові акції. Більше того, сильне корпоративне управління дозволяє власникам меншості ефективно здійснювати права акціонерів, що збільшує трансакційні витрати на управління компанією для мажоритарного іноземного акціонера. Своєю чергою, операції та фінансові витрати корпоративного управління на рівні компанії можуть бути занадто високими, що знижує ринкову вартість корпорації [15, р. 140–154]. Крім того, розвиток корпоративного управління є візовим, на що впливає приплив ПІІ, оскільки іноземні інвестори запроваджують нові стандарти корпоративного управління та вимагають вдосконалення нормативних актів. Високорозвинений фінансовий сектор потребує надійної системи корпоративного управління та ефективного внутрішнього та зовнішнього аудиту для зменшення інвестиційних ризиків, що сприяє залученню більшого капіталу за менших витрат. Суттєвий рівень корупції та завищений державний сектор блокують розвиток систем корпоративного управління, оскільки це може ускладнити доступ до державних субсидій та преференцій [16, р. 391].

Таким чином, для того, щоб конкурувати на світових ринках капіталу, ряд країн опрацьовують правила запровадження або офіційні закони для посилення корпоративного управління. Це пояснюється в основному зростаючим розумінням того, що невідповідні механізми корпоративного управління призводять до зростання вартості акціонерного капіталу для корпорацій, що розвиваються, і, згодом, їм набагато важче набувати інвестицій в акціонерний капітал

[17, р. 703–728; 18, р. 537–600]. Крім того, дослідження, проведене за даними, доступними для 14 ринків, що розвиваються, показують, що хороша практика корпоративного управління на рівні компанії забезпечує більш високу ринкову вартість корпорацій [17]. Особливо це стосується компаній, що базуються в економіках з поганими правовими системами. Такі корпорації вважаються менш ризикованими та привабливими для інвестицій у країни, які пропонують низький правовий захист акціонерів.

Інше дослідження на рівні країни звернуло увагу на важливість захисту інтересів меншин з точки зору економічного розвитку. Дослідження А. Діка і Л. Зінгалеса [18] доводять, що в країнах з більш концентрованою власністю та більшою перевагою контролю над великими акціонерами (ефект експропріації) приватизаційні угоди здійснюються на закритій основі, а ринки капіталу менш розвинені.

Вищі стандарти корпоративного управління, що застосовуються компаніями, збільшують ризики для посадових осіб, які вимагають хабарів. З іншого боку, менеджери компаній, які застосовують високі антикорупційні стандарти, менш вірогідні, щоб грати в корупційній «грі». Це забезпечує меншу корпоративну експозицію до політичних і кримінальних ризиків і робить її більш привабливою для інвестицій. Дослідження свідчить про те, що компанії із сильнішим корпоративним управлінням менш залучені до хабарництва. Загалом, корпорації, які приймають найкращі антикорупційні стандарти, мають кращі фінансові показники та стабільність [19, р. 137–151].

Отже, проведене дослідження доводить важливу роль впровадження корпоративного управління в економічному розвитку на макrorівні, зокрема в підтримці економічних перетворень країн, що розвиваються, шляхом підвищення конкурентоспроможності країн як одержувачів ПІІ, зменшення корупції та прискорення розвитку фінансових ринків. Крім того, заслуговує на увагу можливий вплив розвитку корпоративного управління на швидкість переходу до ринкової економіки через вплив корпоративного управління на зайнятість державного сектора.

Дослідимо причинно-наслідковий зв'язок між впровадженням корпоративного управління та економічним розвитком на основі міждержавних відносин, що є важливим через можливість виникнення питання про зворотну причинність. Визначимо, чи приводить економічний розвиток до поліпшення корпоративного управління, чи навпаки.

У дослідженні використовуються дані з 2010 по 2015 рр. для 185 країн, отриманих з баз даних Світового банку, Transparency International та Freedom House.

Основні гіпотези дослідження:

- ✦ захист міноритарних інвесторів (МІР) позитивно впливає на прямі іноземні інвестиції;

- ✦ захист міноритарних інвесторів (МІР) негативно впливає на зайнятість державного сектора;
- ✦ захист міноритарних інвесторів (МІР) позитивно впливає на ринкову капіталізацію вітчизняних компаній;
- ✦ захист міноритарних інвесторів (МІР) негативно впливає на сприйняття корупції.

На першому етапі використовується тест кореневої панелі для дослідження стаціонарності серії. Отже, для вивчення довготривалих відносин між кожною парою серії застосовується підхід System General Method of Moments (GMM).

Остаточний крок передбачає вивчення причинності між досліджуваними змінними на основі системних моделей GMM. Отже, метод підходу «узагальнений метод моменту» (GMM) застосовується для вивчення довгострокових зв'язків між кожною парою серії. Заключний крок передбачає вивчення причинності між вивченими змінними, також на основі моделей GMM системи. У налаштуваннях даних панелей країни перешкоди включають незацікавлені, інваріантні за часом, ефекти країни, які можуть призвести до співвіднесення з регресорами. Динамічний аналіз панелей за допомогою інструментальних змінних дозволяє забезпечити таку ендогенність всіх пояснювальних змінних з ефектами країни [20; 21, р. 69–85].

Проте в налаштуваннях динамічної панелі фіксований ефект, оцінювачі випадкових ефектів та оцінка звичайних найменших квадратів (OLS) є упередженими та суперечливими через наявність відсталої залежної змінної серед регресорів, яка корелює з терміном помилки. У цьому відношенні М. Ареллано та С. Бонд [22, р. 277–297] запропонували «узагальнений метод моменту» (GMM) для оцінки моделі динамічної панелі з використанням відсталих значень залежної змінної та ендогенних пояснювальних змінних як інструментів для вирішення проблеми ендогенності. Отже, М. Ареллано та О. Бовер [23, р. 29–51] та Р. Бландел і С. Бонд [24, р. 115–143] розробили уніфіковану систему GMM-системи з більш ефективними оцінками. Система оцінки GMM складається з оригінального рівняння в рівнях і перетвореного рівняння при перших відмінностях. Відстаї перші відмінності регресорів і відставання рівнів регресорів додаються як інструменти для оригінального та перетвореного рівнянь відповідно.

Для узгодженості оцінок системи GMM важливими є два основні припущення:

1. Тест Ареллано-зв'язок для послідовної кореляції використовується для перевірки кореляції другого порядку на відмінності для контролю послідовної кореляції першого порядку на рівні [25, р. 86–136].
2. Інструменти не повинні співвідноситися з терміном помилки. Тест Л. Хансен [26, р. 1029–1054] для перевизначення обмежень використовується для

перевірки правильності інструментів. Він визначає правильну специфікацію та повідомляє р-значення для нульової гіпотези про дійсність інструменту.

Тому, щоб оцінити вплив захисту меншоритарних інвесторів як проксі щодо якості корпоративного управління в країнах, для оцінки рівнянь використовується двоступенева система оцінювання GMM системи М. Ареллано – О. Бовер / Р. Бландел – С. Бонд, використовуючи надійні стандартні помилки, розроблені Ф. Віндмейджером [27, р. 25–51].

Повний опис змінних індикаторів світового економічного розвитку, використаних у цьому дослідженні, наведено в *табл. 1*.

Головною незалежною змінною є «Захист меншоритарних інвесторів» (MIP), який надходить від бази даних Світового Банку «Ведення бізнесу» та може використовуватися для вимірювання загального розвитку корпоративного управління на рівні країни.

Іншими ключовими змінними індикаторів світового розвитку (WDI) є такі:

- ✦ прямі іноземні інвестиції на душу населення, які оцінюватимуть вплив успішного корпоративного управління на привабливість національної економіки для іноземних інвесторів;
- ✦ зайнятість у державному секторі (% від загальної зайнятості), яка буде вимірювати вплив розвитку корпоративного управління на ринкову трансформацію країни;
- ✦ ринкова капіталізація перерахованих вітчизняних компаній (% від ВВП), яка буде вимірювати вплив успішного корпоративного управління на підвищення ринкової вартості корпоративного сектора.

Нарешті, для оцінки корупції використовується індекс сприйняття корупції (CPI), який здійснює Transparency International. CPI являє собою складний показник, який оцінює рівень сприйняття корупції в державному секторі в 180 країнах, виходячи з різних експертних і бізнес-опитувань. Він оцінює країни за шкалою від нуля до 10, де вища оцінка означає зниження сприйняття корупції.

Таблиця 1

Опис змінних індикаторів світового економічного розвитку

Змінна	Джерело	Опис
ВВП на душу населення	Світовий Банк [28]	ВВП на душу населення (постійна з 2010 р., дол. США)
Захист меншоритарних інвесторів (MIP)	Світовий Банк [29]	Загальна відстань до кордону (оцінка 0 – 100, чим вище – тим краще)
Фінансовий розвиток	Світовий Банк [30]	Внутрішній кредит приватному сектору (% ВВП)
Населення	Світовий Банк [31]	Населення, загальна кількість
Валовий капітал	Світовий Банк [32]	Валове формування капіталу (% ВВП)
Відкритість	Світовий Банк [33]	Торгівля – експорт та імпорт (% від ВВП)
Природна оренда	Світовий Банк [34]	Загальний обсяг природних ресурсів (% від ВВП)
Інфляція	Світовий Банк [35]	Інфляція, споживчі ціни (річна %)
Прямі іноземні інвестиції на душу населення (FDI)	Світовий Банк [36]	Прямі іноземні інвестиції на душу населення (постійна з 2010 р., дол. США)
Робота державного сектора	Світовий Банк [37]	Частка зайнятості у державному секторі, %
Капіталізація	Світовий Банк [38]	Ринкова капіталізація перерахованих вітчизняних компаній (% ВВП)
Державні витрати	Світовий Банк [39]	Державні витрати на кінцеве споживання на душу населення (постійна з 2010 р., дол. США)
Індекс корупції	Міжнародна прозорість [40]	Індекс сприйняття корупції (оцінка, 0 – 10, чим вище – тим краще)
Міжнародна свобода слова (свобода преси)	Дім Свободи [41]	Свобода прес-індексу в країнах в масштабах від нуля (найкраща свобода слова) до 100 (найгірша свобода слова)

Джерело: розроблено авторами на основі даних [28–41].

Основною змінною, що представляє інтерес, є *MIP* – захист міноритарних інвесторів, який використовується, по-перше, для відображення загальної якості законів і правил корпоративного управління в конкретній країні, а, по-друге, оскільки він також відображає відстань до «кордону» кращих практик корпоративного управління, то може також враховувати зростання попиту на кращі економічні інститути в країні. Отже, ці параметри вимірюють вплив якості корпоративного управління на прямі іноземні інвестиції, зайнятість державного сектора, ринкову капіталізацію та корупцію.

Змінна *FDI* – реальний приплив прямих іноземних інвестицій на душу населення – використовується як залежна змінна, оскільки вільне переміщення капіталу через національні кордони призводить до ефективного розподілу ресурсів, що підвищує продуктивність та економічний розвиток країн. Таким чином, належне корпоративне управління має прискорити позитивний вплив ПІІ на економіку.

Залежна змінна *Public* – зайнятість державного сектора – є показником розміру уряду. Його вища цінність для конкретної країни означає більш високі рівні оподаткування, що може змінити стимули для виробництва, роботи та інвестування (особливо для країн з низьким рівнем доходу), оскільки податки зменшують прибутки від приватних інвестицій та виробничих зусиль, і, як наслідок, можуть призвести до зростання попиту на дозвілля над роботою [42, р. 417–458]. Отже, негативний вплив корпоративного управління може свідчити про перехід до економічних реформ, які спонукають переведення працівників у приватний сектор.

Залежна змінна *Capitalization* – ринкова капіталізація – розглядається як міра здатності економіки через свої фондові ринки мобілізувати капітал і диверсифікувати ризик. Тому позитивний вплив корпоративного управління на ринкову капіталізацію вітчизняних компаній може служити ознакою кращого перерозподілу фінансових ресурсів в економіці.

Залежна змінна *Corruption* – рівень сприйняття корупції – служить запобіжником головного бар'єру для інституційного розвитку в країнах. Таким чином, позитивний ефект від корпоративного управління може служити ключовим знаком для політиків, щоб прискорити боротьбу з корупцією.

Що стосується інших контролів, які необхідно включити до вектора регресорів контролю, то *GDP per capita* – ВВП на душу населення – є одним із надійних факторів, що визначають рівень доходів у країнах, а отже, і загальний економічний розвиток. Більше того, багаті країни можуть використовувати більше ресурсів для боротьби з корупцією та запобігання їй; своєю чергою, країни з низьким рівнем доходів мають бути більш корумпованими, ніж країни з високим рівнем доходу [43, р. 311–333]. Таким чином, незалежна змінна *GDP per capita* – реальний ВВП на душу населення – включена до всіх рівнів.

Міжнародна торгівля часто вважається важливим фактором, що зумовляє економічний розвиток [44; 45, р. 379–399; 46, р. 133–162; 47, р. 4–21]. Вона має кілька каналів впливу на економічну діяльність – від підвищення ефективності, зумовленої більшою конкуренцією та спеціалізацією, до поширення ідей та знань [44]. У результаті це допомагає виробникам використовувати свої порівняльні переваги виробництва, що приводить до більш ефективного розподілу ресурсів [48, р. 157–191].

Таким чином, *Openness* – відкритість до міжнародної торгівлі, виміряна часткою експорту та імпорту у ВВП, припускає позитивний вплив на приплив ПІІ та ринкову капіталізацію.

З точки зору монетарної та інфляційної політики передбачається, що більш високі рівні інфляції негативно впливають на економічний розвиток [49; 50; 51, р. 3–26]. Однак наслідки інфляції залежать від того, чи очікується вона або є непередбаченою. Зокрема, непередбачена інфляція є результатом поганій монетарної політики, яка перешкоджає довгостроковим інвестиціям, оскільки інфляція може створити невизначеність щодо майбутніх виплат [49]. Тому незалежна змінна *Inflation* – інфляція – повинна негативно впливати на прямі іноземні інвестиції. Проте у випадку ринкової капіталізації й особливо для країн з низьким рівнем доходу, де фондові ринки вважаються неефективними, вплив непередбаченої інфляції може бути позитивним. Тому передбачається позитивний вплив на ринкову капіталізацію в країнах з низьким рівнем доходу. Крім того, інфляція також може бути надійним предиктором корупції. Більш висока змінна інфляції збільшує складність моніторингу державних витрат і державних контрактів, що може призвести до вищої корупції [52, р. 77–100]. Таким чином, країни з вищою змінною інфляції повинні мати більший рівень сприйняття корупції.

На думку Д. Сечса і А. Уорнера [53, р. 827–838], вплив природних ресурсів на економічний розвиток є негативним, що призводить до явищ, які називають «природне прокляття». Більше того, Г. Мехлум та ін. [54, р. 1–20] визначають, що в країнах з низькою інституційною якістю, включаючи високий рівень корупції, природні ресурси можуть зменшувати довгострокове зростання і подовжувати шлях трансформації до ринкової економіки. Однак у разі надходження ПІІ кількість ресурсів може сприяти зростанню [55, р. 248–264]. Таким чином, незалежна змінна *Natural rent* – «Природна рента» – додається як контрольна змінна і передбачає збільшення припливу ПІІ, зайнятості державного сектора та рівня корупції.

Поліпшений *Financial development* – фінансовий розвиток – допомагає компаніям легко отримати доступ до фінансового капіталу та коштувати менше. Своєю чергою, це дозволяє компаніям розширювати свою продукцію, що приводить до їх ринкової капіта-

лізації. Крім того, фінансовий розвиток є важливим для підтримки припливу капіталу до країн, що розвиваються [56, р. 3–6].

Пояснювальна змінна *Population* – населення – додається як контрольна змінна, оскільки передбачається, що зростання населення призводить до зменшення зайнятості державного сектора через вплив сфери на економіку та підвищення рівня корупції через зменшення державних витрат на душу населення, а отже, доходів на душу населення.

Gross capital – валовий капітал – включений з метою врахування взаємодоповнюваності між ПІІ та внутрішніми інвестиціями [57, р. 115–135].

Незалежну змінну *Share of public expenditures* – частку державних витрат – додають як контрольну змінну з метою врахування необхідності більш високого рівня оподаткування в країні і, як наслідок, більшого розміру уряду; передбачається позитивний знак для відповідних коефіцієнтів.

Однією з важливих детермінантів корупції є свобода преси. Краща свобода преси підвищує прозорість і збільшує ризик корупційних дій, а також вартість корупційної поведінки, а значить, знижує корупцію [58, р. 838–862]. У зв'язку з цим додано пояснювальну змінну *Press freedom* – свободи преси (Freedom House).

Виміри панельних даних були взяті, щоб включити якнайбільше країн, кожен за певними строками спостережень. Крім того, країни класифікували за підходом Світового Банку стосовно низького та високого рівня доходу.

Описову статистику для всієї вибірки країн наведено в *табл. 2*.

Перехрестя захисту міноритарних інвесторів та макроекономічних показників приводять до незбалансованої панелі 185 країн за вказаний період часу. Зведену статистику для окремих зразків країн з низьким рівнем доходу та з високим рівнем доходу наведено в *табл. 3* і *табл. 4*.

Збільшення припливу ПІІ, ринкової капіталізації, зменшення сприйняття корупції та зайнятості державного сектора також може перешкодити впровадженню кращих законів та регулювань корпоративного управління. Тому можлива зворотна причинність.

Для емпіричного дослідження причинно-наслідкового зв'язку між кожним з регресорів ПІІ, зайнятості державного сектора, ринкової капіталізації, сприйняття корупції та захисту міноритарних інвесторів автори застосовували тест причинності (панель) К. Грейнджера, який використовує дані як перехресного, так і часового ряду, і, таким чином,

Таблиця 2

Описова статистика для всієї вибірки країн

Змінна	Загальні спостереження	Середня	Стандартне відхилення	Min	Max
Захист міноритарних інвесторів (<i>MIP</i>)	1097	60,16	12,69	26,4	91,24
Прямі іноземні інвестиції на душу населення (<i>FDI</i>)	1041	1146,60	8819,97	-10335,36	253696,40
Зайнятість у державному секторі (<i>Public</i>)	285	20,54	11,40	1,8	78,5
Капіталізація (<i>Capitalization</i>)	414	71,24	132,02	0,01	1185,86
Сприйняття корупції (<i>Corruption</i>)	1014	4,23	2,02	0,8	9,46
Відкритість (<i>Openness</i>)	1051	93,60	55,83	0,18	455,42
Природна рента (<i>Natural rent</i>)	1092	8,15	11,67	0,00	60,83
Інфляція (<i>Inflation</i>)	1039	5,04	7,18	-8,12	109,68
Фінансовий розвиток (<i>Financial development</i>)	1033	54,74	45,27	0,002	253,57
ВВП на душу населення (<i>GDP per capita</i>)	1098	12691,84	17973,04	206,71	107036
Населення (у мільйонах осіб) (<i>Population</i>)	1106	38,14	140,69	0,02	1371,22
Державні витрати (<i>Government expenditures</i>)	355	2845,69	3792,86	28,59	19208,68
Свобода преси (<i>Press freedom</i>)	1050	48,65	22,77	9,00	95,00
Валовий капітал (<i>Gross capital</i>)	1000	24,53	9,01	1,73	

Джерело: розраховано авторами на основі даних [28–41],

Описова статистика для країн з низьким рівнем доходу

Змінна	Загальні спостереження	Середня	Стандартне відхилення	Min	Max
Захист міноритарних інвесторів (MIP)	788	55,20	10,4	26,4	82,09
Прямі іноземні інвестиції на душу населення (FDI)	728	187,73	380,08	-478,06	6321,59
Зайнятість у державному секторі (Public)	171	18,23	12,07	1,8	78,5
Капіталізація (Capitalization)	212	46,01	45,82	0,01	266,93
Сприйняття корупції (Corruption)	714	3,23	1,10	0,8	7,10
Відкритість (Openness)	741	82,91	34,06	0,18	207,16
Природна рента (Natural rent)	780	9,30	11,52	0,00	60,11
Інфляція (Inflation)	733	6,22	7,86	-8,12	109,68
Фінансовий розвиток (Financial development)	738	37,91	29,12	0,002	152,55
ВВП на душу населення (GDP per capita)	785	3849,31	3594,78	206,71	24304,52
Населення (у мільйонах осіб) (Population)	793	43,93	162,90	0,02	1371,22
Державні витрати (Government expenditures)	217	778,26	530,51	28,59	2948,33
Свобода преси (Press freedom)	745	55,86	19,24	15,00	95,00
Валовий капітал (Gross capital)	689	25,56	10,11	1,73	70,62

Джерело: розраховано авторами на основі даних [19; 32],

є більш ефективним, ніж тільки використання даних часових рядів [59, р. 1450–1460]. Ефект причинності за К. Грейнджером може бути визначений за допомогою тестів значущості коефіцієнтів відсталого незалежної змінної, що дорівнює нулю (тест Wald) [60, р. 424–438].

Перш ніж розпочати тестування причинності, Д. Холтз-Екін, В. Невей і Г. Росен [61, р. 1371–1395] пропонують тестування на відповідну довжину затримки, щоб уникнути оманливих результатів щодо причинності. Щоб визначити стаціонарність серії, тест коріння панелі Д. Мадалла і С. Ву [62, р. 631–652] використовується для визначення будь-яких ознак процесів одиничного кореня в базовому ряду.

Для кращого розуміння результатів дослідження визначимо основні поняття змінних корпоративного управління в Україні.

Капіталізація ринку – це сукупна курсова вартість усіх емітованих акцій компаній, що мають регулярне котирування. Цей показник відображає ринкову вартість усіх компаній, що входять до лістингу фондових бірж (ринкова вартість компанії визначається як добуток курсової вартості акції на кількість її акцій, що перебувають в обігу) [63].

У Законі України «Про засади запобігання і протидії корупції», який набрав чинності 01 липня 2011 р., у ст. 1 зазначається, що корупція – це використання

суб'єктом відповідальності за корупційні правопорушення, наданих йому службових повноважень та пов'язаних із цим можливостей з метою одержання неправомірної вигоди або прийняття обіцянки/пропозиції такої вигоди для себе чи інших осіб або відповідно обіцянка/пропозиція чи надання неправомірної вигоди суб'єкту відповідальності за корупційні правопорушення, або на його вимогу іншим фізичним чи юридичним особам з метою схилити цю особу до протиправного використання наданих їй службових повноважень та пов'язаних із цим можливостей [64].

Основні результати дослідження такі:

- ✦ по-перше, корпоративне управління позитивно впливає на приплив прямих іноземних інвестицій (FDI) та ринкову капіталізацію компаній у країнах з низьким рівнем доходу;
- ✦ по-друге, корпоративне управління зменшує зайнятість державного сектора в країнах з низькими доходами;
- ✦ по-третє, корпоративне управління негативно впливає на сприйняття корупції в країнах з високим рівнем доходу;
- ✦ по-четверте, знайдено односпрямовану причинність корпоративного управління до притоку прямих іноземних інвестицій (FDI), зайнятості державного сектора, ринкової капіталізації та корупції, а також відсутність

Описова статистика для країн з високим рівнем доходу

Змінна	Загальні спостереження	Середня	Стандартне відхилення	Min	Max
Захист міноритарних інвесторів (<i>MIP</i>)	309	72,81	8,55	38,81	91,24
Прямі іноземні інвестиції на душу населення (<i>FDI</i>)	313	3376,84	15869,30	-10335,36	253696,40
Зайнятість у державному секторі (<i>Public</i>)	114	23,99	9,35	7,8	75,0
Капіталізація (<i>Capitalization</i>)	202	97,73	179,54	4,67	1185,86
Сприйняття корупції (<i>Corruption</i>)	300	6,62	1,66	1,9	9,46
Відкритість (<i>Openness</i>)	310	119,16	82,97	28,00	455,42
Природна рента (<i>Natural rent</i>)	312	5,28	11,58	0,00	60,83
Інфляція (<i>Inflation</i>)	306	2,21	3,98	-2,43	62,17
Фінансовий розвиток (<i>Financial development</i>)	295	96,85	50,77	13,82	253,57
ВВП на душу населення (<i>GDP per capita</i>)	313	34868,81	20327	10334,78	107036
Населення (у мільйонах осіб) (<i>Population</i>)	313	23,46	49,41	0,05	321,42
Державні витрати (<i>Government expenditures</i>)	138	6096,66	4394,57	1571,68	19208,68
Свобода преси (<i>Press freedom</i>)	305	31,03	21,07	9,00	87,00
Валовий капітал (<i>Gross capital</i>)	311	22,25	5,21	9,83	41,70

Джерело: розраховано авторами на основі даних [28–41],

доказів причинних зв'язків у протилежних напрямках.

Таким чином, для країн, що розвиваються, наведені вище результати показують, що з метою прискорення економічного розвитку політики повинні звернути увагу, насамперед, на скорочення інституційного розриву в цих країнах. Одним з підходів на цьому шляху може бути реалізація найкращих практик корпоративного управління. У результаті це збільшить приплив прямих іноземних інвестицій, приведе до вищої капіталізації фондового ринку та скоротить перехід до ринкової економіки через збільшення частки приватного сектора в економіці. Нарешті, з огляду на те, що нижча корупція пов'язана з більш високим економічним розвитком та, своєю чергою, корпоративне управління зменшує корупцію (на прикладі країн з високим рівнем доходу), це також допоможе прискорити економічний розвиток групи розвинутих економік. Ці результати свідчать, що посилення регуляторного контролю (у разі корпоративного управління) допомагає прогнозувати більш високий економічний розвиток країн.

ВИСНОВКИ

На підставі проведеного дослідження зробимо висновки.

1. Визначено існування зв'язку між впровадженням практики корпоративного управління та економічним розвитком.

2. Головним напрямком позитивного впливу корпоративного управління для всієї вибірки країн на світовий економічний розвиток є лише приплив ПШ.

3. Головними напрямками позитивного впливу корпоративного управління для всієї вибірки країн з низьким рівнем доходів на світовий економічний розвиток є приплив ПШ та ринкова капіталізація, а також є негативний вплив на зайнятість державного сектора.

4. Головним напрямком негативного впливу корпоративного управління для всієї вибірки країни з високим рівнем доходів на світовий економічний розвиток є сприйняття корупції.

Науковою новизною дослідження є оцінювання впливу відносин, що базуються на відмінностях доходів у різних країнах, які надають важливу інформацію про взаємозв'язок між кожною парою досліджуваних змінних. Це є цінним для науки та практики з тієї точки зору, що інституційне будівництво має бути на першому місці без заміни для імплементації на посаду, оскільки жодних доказів двонаправленої причинності немає. При всій важливості відповідності високим стандартам корпоративного управління зростання ринкової капіталізації компаній залежить від ризиків країни, стану законодавчо-нормативної

бази та практики її застосування, стану ділового середовища, загальної економічної та політичної ситуації в країнах.

Таким чином, інформаційна політика держав і ділового співтовариства, спрямована на поліпшення іміджу компаній в очах вітчизняних і зарубіжних інвесторів, може принести істотні результати, якщо вона буде ґрунтуватися на реальному покращенні практики корпоративного управління. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. **Claessens S.** Corporate governance and development. *World Bank Research Observer*. 2006. Vol. 21. Issue 1. P. 91–122.
2. **Djankov S., Lopez-de-Silanes F., Porta R., and Shleifer A.** The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 88. Issue 3. P. 430–465.
3. **Gompers P., Ishii J., and Metrick A.** Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*. 2003. Vol. 118. No. 1. P. 107–155.
4. **Wu X.** Corporate governance and corruption: a cross-country analysis. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*. 2005. Vol. 18. Issue 2. P. 151–170.
5. **Shleifer A., Vishny R.** A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. Issue 2. P. 737–783.
6. **La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.** Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform. *NBER Working Paper*. 1999. No. 7428.
7. **Iwasaki I.** Global financial crisis, corporate governance, and firm survival: The Russian experience. *Journal of Comparative Economics*. 2014. Vol. 42. Issue 1. P. 178–211.
8. **Chen I-Ju.** Financial crisis and the dynamics of corporate governance: evidence from Taiwan's listed firms. *International Review of Economics and Finance*. 2014. Vol. 32. P. 3–28.
9. **Johnson S., Boone P., Breach A., and Friedman E.** Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58. Issue 1-2. P. 141–186.
10. **Ezzine H., Olivero B.** Evolution of corporate governance during the recent financial crisis. *International Journal of Business and Financial Research*. (2013). Vol. 7. Issue 1. P. 85–99.
11. **Villanueva-Villar M., Rivo-López E., and Lago-Penas S.** On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. *BRQ Business Research Quarterly*. 2016. Vol. 19. Issue 4. P. 233–245.
12. **Lskavyan V., Spatareanu M.** Shareholder protection, ownership concentration and FDI. *Journal of Economics and Business*. 2011. Vol. 63. Issue 1. P. 69–85.
13. **Leuz C., Lins K., Warnock F.** Do foreigners invest less in poorly governed firms? *Review of Financial Studies*. 2008. Vol. 22. Issue 8. P. 3245–3285.
14. **Wang P., Alba J., Park D.** Corporate governance and FDI: firm-level evidence from Japanese FDI into the US. *International Review of Economics and Finance*. 2012. Vol. 24. P. 43–50.
15. **Bebchuk L., Cohen A., Wang C.** Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders. *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 25. P. 140–154.
16. **Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit.** The World Bank, 2014. P. 391.
17. **Klapper L., Love I.** Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*. 2004. Vol. 10. Issue 5. P. 703–728.
18. **Dyck A., Zingales L.** Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*. 2004. Vol. 59. No. 2. P. 537–600.
19. **Mercedes R. F.** Social responsibility and financial performance: the role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*. 2016. Vol. 19. Issue 2. P. 137–151.
20. **Baltagi B. H.** *Econometric Analysis of Panel Data*. 5th ed. Wiley, 2013. 388 p.
21. **Mundlak Y.** On the pooling of time series and cross section data. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1978. Vol. 46. Issue 1. P. 69–85.
22. **Arellano M., Bond S.** Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*. 1991. Vol. 58. Issue 2. P. 277–297.
23. **Arellano M., Bover O.** Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*. 1995. Vol. 68. Issue 1. P. 29–51.
24. **Blundell R., Bond S.** Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*. 1998. Vol. 87. Issue 1. P. 115–143.
25. **Roodman D.** How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*. 2009. Vol. 9. Issue 1. P. 86–136.
26. **Hansen L.** Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Journal of Economic Society*. 1982. Vol. 50. Issue 4. P. 1029–1054.
27. **Windmeijer F.** A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*. 2005. Vol. 126. Issue 1. P. 25–51.
28. **World Bank.** GDP per capita. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>
29. **World Bank.** Minority investors protection (MIP). URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/300771468249020950/pdf/NonAsciiFileName0.pdf>
30. **World Bank.** Financial development. URL: <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development>
31. **World Bank.** Population. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL>
32. **World Bank.** Gross capital. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS>
33. **World Bank.** Openness. URL: <http://wits.worldbank.org/visualization/openness-to-trade-visualization.html>
34. **World Bank.** Natural rent. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.TOTL.RT.ZS>
35. **World Bank.** Inflation. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
36. **World Bank.** FDI per capita (FDI). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>
37. **World Bank.** Public sector employment (PUBLIC). URL: <http://www.worldbank.org/en/topic/governance/brief/size-of-the-public-sector-government-wage-bill-and-employment>
38. **World Bank.** Capitalization (CAP). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>
39. **World Bank.** Government expenditures (Govexp). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOVT.ZS>
40. **World Bank.** Transparency International. Corruption Perceptions Index. URL: <https://www.transparency.org/research/cpi/overview>

41. Freedom House. Press freedom. URL: <https://freedomhouse.org/report-types/freedom-press>

42. **Easterly W., Rebelo S.** Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics*. 1993. Vol. 32. Issue 3. P. 417–458.

43. **Elbahnasawy N., Revier C.** The determinants of corruption: cross country panel data analysis. *The Developing Economies*. 2012. Vol. 50. Issue 4. P. 311–333.

44. **Sachs J. D., Warner A.** Economic Reform and the Process of Global Integration // Brookings Papers on Economic Activity. Vol. 1. Brookings Institution, Washington D.C., 1995. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1995/01/1995a_bpea_sachs_warner_aslund_fischer.pdf

45. **Frankel J., Romer D.** Does Trade Cause Growth? *The American Economic Review*. 1999. Vol. 89. P. 379–399.

46. **Dollar D., Kraay A.** Institutions, trade and growth. *Journal of Monetary Economics*. 2002. Vol. 50. Issue 1. P. 133–162.

47. **Winters A.** Trade Liberalisation and Economic Performance: An Overview. *The Economic Journal*. 2004. Vol. 114. Issue 493. P. 4–21.

48. **De Haan J., Lundström S., Sturm J.-E.** Market-oriented institutions and policies and economic growth: a critical survey. *Journal of Economic Surveys*. 2006. Vol. 20. Issue 2. P. 157–191.

49. **Briault C.** The cost of inflation // *Quarterly Bulletin of the Bank of England*. February, 1995. P. 33–45.

50. **Barro R. J.** Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study. MIT Press, Cambridge, MA, 1997.

51. **Bruno M., Easterly W.** Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*. 1998. Vol. 41. Issue 1. P. 3–26.

52. **Braun M., Di Tella R.** Inflation, inflation variability, and corruption. *Economics and Politics*. 2004. Vol. 16. P. 77–100.

53. **Sachs J., Warner A.** The curse of natural resources. *European Economic Review*. 2001. Vol. 45. Issue 5-6. P. 827–838.

54. **Mehlum H., Moene K., Torvik R.** Institutions and the Resource Curse. *Economic Journal*. 2006. Vol. 116. Issue 508. P. 1–20.

55. **Brunnschweiler C., Bulte E.** The resource curse revisited and revised: a tale of paradoxes and red herrings. *Journal of Environmental Economics and Management*. 2008. Vol. 55. Issue 3. P. 248–264.

56. **Haque N., Mathieson D., Sharma S.** Causes of capital inflows and policy responses to them. *Finance and Development*. 1997. March. P. 3–6.

57. **Borensztein J., Gregorio J.** How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics*. 1998. Vol. 45. Issue 1. P. 115–135.

58. **Freille S., Haque M. E., Kneller R.** A contribution to the empirics of press freedom and corruption. *European Journal of Political Economy*. 2007. Vol. 23. Issue 4. P. 838–862.

59. **Dumitrescu E., Hurlin C.** Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels. *Economic Modelling*. 2012. Vol. 29. Issue 4. P. 1450–1460.

60. **Granger C. W. J.** Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*. 1969. Vol. 37. Issue 3. P. 424–438.

61. **Holtz-Eakin D., Newey W., Rosen H.** Estimating Vector Autoregressions with Panel Data. *Econometrica*. 1988. Vol. 56. No. 6. P. 1371–1395.

62. **Maddala G., Wu S.** A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and New Simple Test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 1999. Vol. 61. Issue 51. P. 631–652.

63. **Мозговий О. М., Оболенська Т. Є., Мусієць Т. В.** Міжнародні фінанси : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 2005. 557 с.

64. Закон України «Про засади запобігання і протидії корупції» від 7 квітня 2011 р. № 3206-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3206-17>

REFERENCES

Arellano, M., and Bond, S. "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations". *The Review of Economic Studies*, vol. 58, no. 2 (1991): 277-297.

Arellano, M., and Bover, O. "Another look at the instrumental variable estimation of error-components models". *Journal of Econometrics*, vol. 68, no. 1 (1995): 29-51.

Baltagi, B. H. *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiley, 2013.

Barro, R. J. *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. Cambridge, MA: MIT Press, 1997.

Bebchuk, L., Cohen, A., and Wang, C. "Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders". *Journal of Corporate Finance*, vol. 25 (2014): 140-154.

Blundell, R., and Bond, S. "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models". *Journal of Econometrics*, vol. 87, no. 1 (1998): 115-143.

Borensztein, J., and Gregorio, J. "How does foreign direct investment affect economic growth?" *Journal of International Economics*, vol. 45, no. 1 (1998): 115-135.

Braun, M., and Di Tella, R. "Inflation, inflation variability, and corruption". *Economics and Politics*, vol. 16 (2004): 77-100.

Briault, C. "The cost of inflation". In *Quarterly Bulletin of the Bank of England*, 33-45. February, 1995.

Brunnschweiler, C., and Bulte, E. "The resource curse revisited and revised: a tale of paradoxes and red herrings". *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 55, no. 3 (2008): 248-264.

Bruno, M., and Easterly, W. "Inflation crises and long-run growth". *Journal of Monetary Economics*, vol. 41, no. 1 (1998): 3-26.

Chen, I-Ju. "Financial crisis and the dynamics of corporate governance: evidence from Taiwan's listed firms". *International Review of Economics and Finance*, vol. 32 (2014): 3-28.

Claessens, S. "Corporate governance and development". *World Bank Research Observer*, vol. 21, no. 1 (2006): 91-122.

Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit. The World Bank, 2014.

De Haan, J., Lundstrom, S., and Sturm, J.-E. "Market-oriented institutions and policies and economic growth: a critical survey". *Journal of Economic Surveys*, vol. 20, no. 2 (2006): 157-191.

Djankov, S. et al. "The law and economics of self-dealing". *Journal of Financial Economics*, vol. 88, no. 3 (2008): 430-465.

Dollar, D., and Kraay, A. "Institutions, trade and growth". *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, no. 1 (2002): 133-162.

Dumitrescu, E., and Hurlin, C. "Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels". *Economic Modelling*, vol. 29, no. 4 (2012): 1450-1460.

Dyck, A., and Zingales, L. "Private Benefits of Control: An International Comparison". *The Journal of Finance*, vol. 59, no. 2 (2004): 537-600.

Easterly, W., and Rebelo, S. "Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation". *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, no. 3 (1993): 417-458.

- Elbahnasawy, N., and Revier, C. "The determinants of corruption: cross country panel data analysis". *The Developing Economies*, vol. 50, no. 4 (2012): 311-333.
- Ezzine, H., and Olivero, B. "Evolution of corporate governance during the recent financial crisis". *International Journal of Business and Financial Research*, vol. 7, no. 1 (2013): 85-99.
- "Freedom House. Press freedom". <https://freedomhouse.org/report-types/freedom-press>
- Frankel, J., and Romer, D. "Does Trade Cause Growth?" *The American Economic Review*, vol. 89 (1999): 379-399.
- Freille, S., Haque, M. E., and Kneller, R. "A contribution to the empirics of press freedom and corruption". *European Journal of Political Economy*, vol. 23, no. 4 (2007): 838-862.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. "Corporate Governance and Equity Prices". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, no. 1 (2003): 107-155.
- Granger, C. W. J. "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods". *Econometrica*, vol. 37, no. 3 (1969): 424-438.
- Hansen, L. "Large sample properties of generalized method of moments estimators". *Journal of Economic Society*, vol. 50, no. 4 (1982): 1029-1054.
- Haque, N., Mathieson, D., and Sharma, S. "Causes of capital inflows and policy responses to them". *Finance and Development*, March (1997): 3-6.
- Holtz-Eakin, D., Newey, W., and Rosen, H. "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data". *Econometrica*, vol. 56, no. 6 (1988): 1371-1395.
- Iwasaki, I. "Global financial crisis, corporate governance, and firm survival: The Russian experience". *Journal of Comparative Economics*, vol. 42, no. 1 (2014): 178-211.
- Johnson, S. et al. "Corporate governance in the Asian financial crisis". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1-2 (2000): 141-186.
- Klapper, L., and Love, I. "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets". *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, no. 5 (2004): 703-728.
- [Legal Act of Ukraine] (2011). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3206-17>
- La Porta, R. et al. "Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform". *NBER Working Paper*, no. 7428 (1999).
- Leuz, C., Lins, K., and Warnock, F. "Do foreigners invest less in poorly governed firms?" *Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 8 (2008): 3245-3285.
- Lskavyan, V., and Spatareanu, M. "Shareholder protection, ownership concentration and FDI". *Journal of Economics and Business*, vol. 63, no. 1 (2011): 69-85.
- Maddala, G., and Wu, S. "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and New Simple Test". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 61, no. S1 (1999): 631-652.
- Mehlum, H., Moene, K., and Torvik, R. "Institutions and the Resource Curse". *Economic Journal*, vol. 116, no. 508 (2006): 1-20.
- Mercedes, R. F. "Social responsibility and financial performance: the role of good corporate governance". *BRQ Business Research Quarterly*, vol. 19, no. 2 (2016): 137-151.
- Mozhoviyi, O. M., Obolenska, T. Ye., and Musiiets, T. V. *Mizhnarodni finansy* [International Finance]. Kyiv: KNEU, 2005.
- Mundlak, Y. "On the pooling of time series and cross section data". *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, vol. 46, no. 1 (1978): 69-85.
- Roodman, D. "How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata". *Stata Journal*, vol. 9, no. 1 (2009): 86-136.
- Sachs, J. D., and Warner, A. "Economic Reform and the Process of Global Integration". *Brookings Papers on Economic Activity*. 1995. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1995/01/1995a_bpea_sachs_warner_aslund_fischer.pdf
- Sachs, J., and Warner, A. "The curse of natural resources". *European Economic Review*, vol. 45, no. 5-6 (2001): 827-838.
- Shleifer, A., and Vishny, R. "A survey of corporate governance". *The Journal of Finance*, vol. 52, no. 2 (1997): 737-783.
- Villanueva-Villar, M., Rivo-Lopez, E., and Lago-Penas, S. "On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case". *BRQ Business Research Quarterly*, vol. 19, no. 4 (2016): 233-245.
- "World Bank. Capitalization (CAP)". <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>
- "World Bank. FDI per capita (FDI)". <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>
- "World Bank. Financial development". <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development>
- "World Bank. GDP per capita". <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>
- "World Bank. Government expenditures (Govexp)". <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOV.T.ZS>
- "World Bank. Gross capital". <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS>
- "World Bank. Inflation". <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
- "World Bank. Minority investors protection (MIP)". <http://documents.worldbank.org/curated/en/300771468249020950/pdf/NonAsciiFileName0.pdf>
- "World Bank. Natural rent". <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.TOTL.RT.ZS>
- "World Bank. Openness". <http://wits.worldbank.org/visualization/openness-to-trade-visualization.html>
- "World Bank. Population". <https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL>
- "World Bank. Public sector employment (PUBLIC)". <http://www.worldbank.org/en/topic/governance/brief/size-of-the-public-sector-government-wage-bill-and-employment>
- "World Bank. Transparency International. Corruption Perceptions Index". <https://www.transparency.org/research/cpi/overview>
- Wang, P., Alba, J., and Park, D. "Corporate governance and FDI: firm-level evidence from Japanese FDI into the US". *International Review of Economics and Finance*, vol. 24 (2012): 43-50.
- Windmeijer, F. "A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators". *Journal of Econometrics*, vol. 126, no. 1 (2005): 25-51.
- Winters, A. "Trade Liberalisation and Economic Performance: An Overview". *The Economic Journal*, vol. 114, no. 493 (2004): 4-21.
- Wu, X. "Corporate governance and corruption: a cross-country analysis". *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, vol. 18, no. 2 (2005): 151-170.