

вацій. Доказано, что тенденцией последнего времени является синтез инвестиционных экономических теорий с социальными, теориями международного разделения труда и конкурентоспособности, регионального развития. Это требует уточнения взглядов на процессы инвестирования с точки зрения их критериев и эффективности.

Ключевые слова: инвестиции, теории, национальная экономика, стратегическое развитие, методологическое основание.

Slobodyanyuk N. O.

Donetsk National University of Economics and Trade
named after Mikhail Tugan-Baranovsky

THEORIES OF INVESTMENTS AS METHODOLOGICAL BASIS OF THE STRATEGIC DEVELOPMENT OF THE NATIONAL ECONOMY

Summary

The article is devoted to the definition of the theoretical basis for the use of investments in the system of strategic development of the national economy. It has been shown that investment economic theories have undergone a long path of evolution, related to the definition of investment determinants, the cyclical nature of the investment process, the relationship of investment with the norm of interest, consumption and savings, the formation of investment institutions and investment environment, the integration of investments and innovations. It is proved that the recent trend is the synthesis of investment economic theories with social, theories of the international division of labor and competitiveness, and regional development. This requires clarification of the views on investment processes in terms of their criteria and effectiveness.

Key words: concession, implementation tools, investment strategies, public-private partnership projects, mechanisms.

УДК 336.76

Ярошевська О. В.

Класичний приватний університет

РОЛЬ ФОНДОВИХ БІРЖ У РОЗБУДОВІ СТАНДАРТІВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ: СВІТОВИЙ ДОСВІД І ВІТЧИЗНЯНА ПРАКТИКА

Статтю присвячено визначенню ролі фондових бірж у розбудові стандартів корпоративного управління залежно від особливостей фінансової системи країн. Встановлено, що на відміну від американо-канадської практики, для європейських країн притаманний стандартизований підхід до допуску цінних паперів на обігу на фондових біржах, що відбивається у відповідних директивах. Враховуючи низький рівень розвитку фондового ринку України та її вектор європейської інтеграції, існуючий порядок отримання процедур лістингу цінних паперів на українських фондових біржах, визначений національним регулятором, визнано адекватним. Розроблено пропозиції з посилення контролю за дотриманням принципів корпоративного управління.

Ключові слова: фондові біржі, стандарти, корпоративне управління, світовий досвід, вітчизняна практика.

Постановка проблеми. Корпоративний сектор – це одна з найважливіших складових інституційної структури економіки. Значимість корпоративного управління для держави і суспільства обумовлена його позитивним впливом на соціальний і економічний розвиток країни через підвищення довіри інвесторів та ефективності використання акціонерного капіталу. Інвестор зацікавлений у впровадженні сучасних правил і стандартів корпоративного управління. Тому продовження корпоративної реформи є одним із ключових завдань, на виконання якого спрямована діяльність національного регулятора. Історично фондові біржі відіграють важливу роль у регулюванні компаній, що знаходяться в лістингу організаторів торгівлі цінними паперами. Вони сприяють покращенню якості корпоративного управління в цих компаніях і стоять на захисті його стандартів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми корпоративного управління та допуску корпорацій до торгів на фондових біржах знаходяться у центрі уваги науковців. Тевелєв Д. звертає ува-

гу на те, що реформу корпоративного управління було розпочато ще навесні 2009 року із вступом в силу Закону України «Про акціонерні товариства». Документ передбачив повну дематеріалізацію всіх акцій в Україну та істотне розширення корпоративних прав міноритарних акціонерів [1]. Прийняття Закону стало значним кроком у напрямку істотного підвищення корпоративної культури, ефективності захисту прав інвесторів, впровадження загальноприйнятих світових стандартів корпоративного управління [2].

Для адаптації найкращих практик корпоративного управління до українських умов Деевою Н.Ю. було проаналізовано вимоги різних біржових майданчиків, виявлено основні проблеми корпоративного управління котируваних компаній, до яких віднесено: всесильні виконавчі директори, слабка система контролю менеджменту, фокус на короткострокові цілі, слабкий кодекс етики або його відсутність, сумнівна бізнес-стратегія з недостатнім розкриттям інформації, неадекватна реакція всесильних виконавчих директорів

на критику, ротація вищого менеджменту, інсайдерська торгівля акціями, проблема незалежності зовнішніх аудиторів і інвестиційних банкірів [3, с. 385]. Високо оцінюючи науковий доробок указаних авторів, слід констатувати, що бракує робіт, які надають оцінку відповідності вимог вітчизняних фондових бірж провідній світовій практиці.

Постановка завдання. На основі викладеного вище можна сформулювати мету дослідження, яка полягає в порівнянні ролі фондових бірж у розбудові стандартів корпоративного управління у світовій і вітчизняній практиці для адаптації до умов фінансового ринку України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Історично біржі були створені як промоутери корпоративного управління для компаній, що торгуються на них. Основний внесок бірж у сферу корпоративного управління – введення стандартів лістингу й розкриття інформації, а також контролю за їхнім дотриманням [4]. Додатковий внесок зводиться до співпраці з контролюючими і наглядовими органами держави, виконання функцій їх агенту.

Регуляторні функції бірж у кожній країні обмежені рамками чинного законодавства. Наприклад, у США зміни до правил, запропоновані біржами, мають бути подані для затвердження в Комісію по цінним паперам і біржам (англ. *The United States Securities and Exchange Commission, SEC*). У Північній Америці деякі регулюючі функції бірж були передані третій стороні, що представлена неурядовими регуляторами (*Financial Industry Regulatory Authority – FINRA*, створена в 2007 році у Сполучених Штатах, і *Investment Industry Regulatory Organization of Canada – IIROC*, створена в 2008 році у Канаді), а інші, особливо ті, що стосуються лістингу, були збережені за біржами. Служба регулювання галузей фінансових послуг (*FINRA*) – приватна американська корпорація зі статусом саморегулювальної організації (*CPO*) по контролю за дотриманням правил торгівлі на позабіржовому ринку, ринку цінних паперів фірм, що не котируються на звичайних біржах (наприклад, Нью-Йоркська фондова), створена за рішенням Конгресу США. Інвестиційно-промислова регуляторна організація Канади (*IIROC*) має своєю основною функцією регулювання діяльності на ринку фінансових послуг. Галузеві асоціації можуть виконувати функції незалежних *CPO* та лобіювати інтереси своїх членів.

В Європі у більшості випадків ці функції передані регуляторам ринку капіталів, які мають домінуючі повноваження щодо регулювання емітентів. Наприклад, у Польщі компанія, яка хоче отримати лістинг на Варшавській фондовій біржі (*ВФБ*), має представити проект проспекту емісії в польське Управління фінансового нагляду, яке вирішує, чи можна випускати дані цінні папери на польський фондовий ринок. І лише потім проспект подається на розгляд біржі. Відповідальність за лістинг компаній у багатьох інших країнах-членах Організації економічного співробітництва і розвитку (*ОЕСР*) розподіляється між фондовою біржею й регулятором ринку цінних паперів. У Франції, наприклад, під час ухвалення рішення про допуск цінних паперів на ринок Рада директорів *Euronext Paris* консультується з Управлінням по фінансових ринках, беручи до уваги його зауваження до паперів-претендентів у лістинг. Ринок цінних паперів у Франції, раніше відомий як Паризька біржа, у 2000 році об'єдналася з Амстердамською та Брюссельською

біржами, утворила *Euronext*, яка на даний момент є другою за величиною біржею в Європі після Лондонської фондової біржі.

Перетворення бірж на публічні компанії призвело до посилення конкуренції між ними. Загострення конкуренції підняло питання про те, чи існує ризик боротьби за лідерство на ринку з використанням нормативно-правового механізму. Фахівці *ОЕСР* називають цей метод боротьби регуляторною «гонкою на виживання». Він полягає в тому, що біржі можуть відчувати потребу використовувати власні регулюючі правила як конкурентний параметр. У цьому випадку емітенти стали би займатися так званим регуляторним арбітражем, одержуючи лістинг на майданчиках із менш жорсткими нормативними вимогами, у тому числі й до якості корпоративного управління.

В умовах процесів, які нині протікають у світі і повноправним учасником яких є і Україна, пошук досконалої системи корпоративного управління залишається одним з пріоритетних завдань, як на рівні окремих держав, так і на міждержавному рівні. Рушійними силами сучасної реформи корпоративного законодавства, що охопила практично усі країни, об'єктивно є: інтернаціоналізація і конкуренція; зміна числа акціонерів і їх структури; розвиток фінансових ринків і нових технологій. Значна кількість різних національних і міжнародних кодексів корпоративного управління, що з'явилися в 90-і рр., відбивають цю тенденцію і все сильніше впливають на традиційне законодавство. Не підлягає сумніву, що хоча законодавча база країн з транзитивною економікою значно покращалася, дотримання законів в більшості країн залишається незадовільним [5, с. 200].

Найбільш владні повноваження фондові біржі мають у питаннях, що стосуються дотримання тих стандартів корпоративного управління, які паралельно з національним Кодексом прописані у вимогах до лістингу біржі. Наприклад, Австралійська фондова біржа, Нью-Йоркська фондова біржа і *SIX Swiss Exchange* при невиконанні компаніями положень Кодексу, які одночасно включені до складу їх лістингових вимог, можуть застосовувати до таких емітентів різні санкції, аж до виключення з лістингу. У той же час, наприклад, *Euronext Paris* не має повноважень застосовувати примусові заходи до емітентів, оскільки стандарти корпоративного управління не є частиною Правил лістингу цього майданчика і тому не мають юридичного статусу. Крім того, у випадку систематичного порушення стандартів корпоративного управління певними компаніями біржі, як правило, доводять цю інформацію до регулятора ринку цінних паперів, санкції якого вже можуть бути більш жорсткими.

Однак слід зазначити, що посилення конкуренції за емітентів між біржами привело до того, що деякі з них залишають за собою право вибору щодо необхідності дотримання стандартів перспективними емітентами. Так, наприклад, біржа *NASDAQ OMX Nordic* заявила, що зберігає за собою право включати компанію до списку, навіть якщо вона не відповідає всім вимогам національного Кодексу, доти, поки біржа буде переконана, що основні положення вимог до лістингу виконуються і не знаходяться під загрозою.

NASDAQ (від англ. *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* – Автоматизовані котирування Національної асоціації дилерів по цінних паперів) – американська біржа, що спеціалізується на акціях високотехноло-

гічних компаній (виробництво електроніки, програмного забезпечення). Це одна з трьох основних фондів бірж США (наряду з *NYSE* і *AMEX*), є підрозділом *NASD*, контролюється *SEC*. Власники біржі – американська компанія *NASDAQ OMX Group*. Помімо *NASDAQ*, їй також належить 8 європейських бірж. Канадська біржа *TSX (Toronto Stock Exchange)* також залишила за собою право на власний розсуд включати або виключати компанії з лістингу. Фондова біржа Торонто (*TSX*) – одна з найбільших фондових бірж, займає 8 місце в світі за капіталізацією, виступає фінансовим центром гірничої промисловості.

У табл. 1 наведено умови отримання процедур лістингу цінних паперів на українських фондових біржах відповідно до умов національного регулятора. Вони диференційовані за рівнями лістингу (перший і другий), а також фінансовими інструментами (акції і облігації). Фондова біржа може створити сегмент, до якого вносить позалістингові акції нових інвестиційно привабливих компаній з метою розвитку середнього бізнесу в Україні. У випадку, якщо емітент протягом шести місяців відповідав усім вимогам, встановленим до даного сегмента, фондова біржа має право прийняти рішення щодо включення такого емітента до біржового реєстру без дотримання вимог щодо часу існування емітента.

В умовах євроінтеграційних прагнень України важливо орієнтуватися на нормативні акти ЄС. Директива 2006/46/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 14.06.2006 про внесення змін до Директив про річну та консолідовану звітність окремих типів компаній, звітність банків та інших фінансових установ, страхових підприємств передбачає досягнення їхньої вищої прозорості та гармонізації [6].

Ця Директива передбачає, що всі емітенти, чиї цінні папери торгуються на біржах, зобов'язані в своїх річних звітах докладно розкривати всі аспекти, що стосуються застосування ними національних, а також інших кодексів корпоративного управління. Роль фондових бірж при цьому зводиться до контролю за тим, щоб компанії здійснювали повноцінне, а не формальне дотримання кодексів.

Регламентом (ЄС) №1606/2002 Європейського Парламенту та Ради від 19.07.2002 визнається обов'язковим застосування міжнародних стандартів бухгалтерського обліку у Співтоваристві для цілей гармонізації фінансової інформації, яка надається товариствами (якщо на дату складання балансу їх цінні папери дозволені до продажу на регульованому ринку будь-якої держави-члена), для цілей гарантування високого рівня прозорості

Таблиця 1

Умови отримання процедур лістингу цінних паперів на українських фондових біржах

Вимоги	Рівні лістингу цінних паперів				
	1 рівень		2 рівень		позалістингові акції
	акції	облігації	акції	облігації	
мінімальний строк існування емітента, роки	5	5	3	2	1
мінімальний розмір власного капіталу емітента, млн. грн	1000,0	-	400,0	-	-
мінімальна вартість чистих активів емітента та/або особи (осіб), яка (які) надає(ють) забезпечення виконання зобов'язань за випуском, млн. грн	-	1000,0	-	400,0	-
мінімальний річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік, млн. грн	1000,0	500,0	400,0	400,0	-
мінімальна номінальна вартість серії випуску облігацій, млн. грн	-	400,0	-	100,0	-
відсутність збитків в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, фінансові роки	-	2 з 3 останніх	-	останній	-
середнє значення ринкової капіталізації емітента, млн. грн;	1000,0	-	100,0	-	20,0
мінімальна частка акцій у вільному обігу, %	25	-	10	-	-
максимальна частка акцій у двох інвесторів сумарно, %	50	-	50	-	-
мінімальна кількість акціонерів емітента, осіб	500	-	200	-	50
відсутність дефолту або мінімальний час з моменту припинення зобов'язань, щодо яких емітентом було допущено дефолт, років	-	3	-	2	-
мінімальна кількість незалежних членів наглядової ради, % кількісного складу ради	25	25	-	-	-
наявність посад корпоративного секретаря	+	+	+	-	-
наявність внутрішнього аудитора (служби внутрішнього аудиту)	+	+	-	-	-
мінімальний термін проведення аудиторської перевірки відповідно до міжнародних стандартів аудиту за участю незалежного зовнішнього аудитора, років	3	3	2	-	1
розкриття фінансових звітів українською та англійською мовами	+	+	-	-	-
дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності	+	+	+	-	+
наявність договору з маркет-мейкером про підтримку ліквідності акцій	+	-	-	-	-

Джерело: побудовано за даними [7]

та порівняння фінансових звітів, для ефективного функціонування ринку капіталу Співтовариства та внутрішнього ринку.

Висновки з проведеного дослідження.

1. Роль фондових бірж у розбудові стандартів корпоративного управління визначається особливостями фінансової системи країн: значно більшою вона є на європейських ринках, яким притаманний банківсько-орієнтований тип; меншою – для країн американського континенту, орієнтованим на фондовий ринок.

2. Найбільші американські, канадські, а також європейські біржі, які ними контролюються, досить лояльно відносяться до моніторингу Кодексів корпоративного управління тих емітентів, які мають високу капіталізацію і характеризуються вільним обігом акцій, оскільки досягнення саме цих індикаторів є метою їх прийняття. Вказані біржі використовують власні регулюючі правила як конкурентний параметр лістингу і делістингу цінних паперів.

3. Для європейських країн притаманний стандартизований підхід до допуску цінних паперів

на обігу на фондових біржах, що відбивається у відповідних директивах. Враховуючи низький рівень розвитку фондового ринку України та її європейські прагнення інтеграції, існуючий порядок отримання процедур лістингу цінних паперів на українських фондових біржах, визначений національним регулятором, слід визнати адекватним.

4. Утім підхід до оцінки дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності з боку НКЦПФР є занадто ліберальним, оскільки він є обов'язковим лише для цінних паперів 1 рівня лістингу, а для акцій 2 рівня лістингу і позалістингових акцій є лише рекомендованим. Цінність Кодексів корпоративного управління для вітчизняних корпорацій визначається необхідністю підвищення інвестиційної привабливості їх цінних паперів на фондовому ринку.

Метою подальших досліджень є дослідження банківських установ як інфраструктурних учасників фондового ринку України.

Список літератури:

1. Дмитро Тевелєв взяв участь в обговоренні актуальних питань корпоративного управління [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/dmitro_tevelev_vzyav_uchast_v_obgovorenni_aktualnikh_pitan_korporativnogo_upravlinnya
2. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/514-17>
3. Деева Н.Е. Корпоративне управління і фінансовий ринок: проблеми теорії та практики: моногр. / Н.Е. Деева / НАН України, Ін-т економіки пром-сті. – Донецьк, 2011. – 524 с.
4. Фондові біржі на захисті стандартів корпоративного управління // Газета «Цінні папери України». – 16 вересня 2010. – № 36 (630). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=630&pub=4745
5. Іоргачова М. І. Кодекси корпоративного управління – напрямок розвитку корпоративних відносин Україні / М. І. Іоргачова // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2011. – Вип. 41(2). – С. 193-201.
6. Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings [Online]. – Retrieved from: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0046>
7. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: Рішення НКЦПФР від 22.11.2012 № 1688 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12?nreg=z2082-12&find=1&text=%EА%EЕ%F0%EЕ%F0%E0%F2&x=7&y=5#w11>

Ярошевская О. В.

Классический частный университет

РОЛЬ ФОНДОВЫХ БИРЖ В РАЗВИТИИ СТАНДАРТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ: МИРОВОЙ ОПЫТ И ОТЕЧЕСТВЕННАЯ ПРАКТИКА

Резюме

Статья посвящена определению роли фондовых бирж в развитии стандартов корпоративного управления в зависимости от особенностей финансовой системы стран. Установлено, что в отличие от американско-канадской практики, для европейских стран присущ стандартизированный подход к допуску ценных бумаг к обращению на фондовых биржах, что отражается в соответствующих Директивах. Учитывая низкий уровень развития фондового рынка Украины и ее вектор европейской интеграции, существующий порядок получения процедур листинга ценных бумаг на украинских фондовых биржах, определенный национальным регулятором, признано адекватным. Разработаны предложения по усилению контроля за соблюдением принципов корпоративного управления.

Ключевые слова: фондовые биржи, стандарты, корпоративное управление, мировой опыт, отечественная практика.

Jaroshevskaja O. V.

Classical Private University

THE ROLE OF STOCK EXCHANGE IN DEVELOPMENT OF CORPORATE GOVERNANCE STANDARDS: WORLD EXPERIENCE AND DOMESTIC PRACTICE

Summary

The article is devoted to determining the role of stock exchanges in developing corporate governance standards, depending on the characteristics of the financial system of the countries. It has been established that, unlike American Canadian practice, the European countries have a standardized approach to the admission of securities to trading on stock exchanges, which is reflected in the relevant directives. Taking into account the low level of development of the Ukrainian stock market and its vector of European integration, the existing procedure for obtaining procedures for listing securities on Ukrainian stock exchanges, as determined by the national regulator, is considered adequate. Proposals have been developed to strengthen control over compliance with the principles of corporate governance.

Key words: stock exchanges, standards, corporate governance, world experience, domestic practice.