

О. Г. Мендрул, д-р екон. наук, проф.,
професор кафедри економіки підприємств,
Т. С. Домашенко, аспірант кафедри
економіки підприємств,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ІНСТИТУЦІЙНЕ СЕРЕДОВИЩЕ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

Анотация. Стаття містить основні результати дослідження проблематики інституційного середовища функціонування корпоративного управління. Проведено аналіз структури, проблем та недоліків інститутів фондового ринку, окреслено коло ключових завдань та напрямів розвитку.

Аннотация. Статья содержит основные результаты исследования проблематики институциональной среды корпоративного управления. Осуществлён анализ структуры, проблем и недостатков институтов фондового рынка, очерчено ключевые задания и направления развития.

Annotation. This article contains the main results of the issues of the institutional environment of corporate governance. The analysis of structure, problems and shortcomings of the stock market institutions, identified the key issues and areas of development.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: фондовий ринок, фондова біржа, депозитарна система, реєстратори, торговці, зберігачі.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: фондовый рынок, фондовая биржа., депозитарная система, регистраторы, торговцы, хранители.

KEYWORDS: stock market, stock exchange, depository system, registrars, traders, custodians.

Постановка проблеми. Інституційне середовище функціонування корпоративного управління працює за умови, коли фондовий ринок України відірваний від реальності, від потреб реальної економіки та виконання загальновідомих класичних функцій. Відповідно класифікації FTSE (провайдер всесвітньо відомих фондових індексів), яка відображає рівень розвитку світових фондових ринків, фондовий ринок України має оцінку, яка не дозволяє віднести його навіть до найнижчого рівня розвитку — приграничні (Frontier, FRONT) фондові ринки, що зумовлено як інституційною, так і технологічною його відсталістю. Зауважимо, що до цього рівня відносять фондові ринки таких країн, як Нігерія, В'єтнам, Маврикія, Берег Слонової Кістки та Ботсвана. Зага-

лом же всі фондові ринки за рівнем розвитку поділяються на чотири рівні:

- розвинуті (Developed, DEV);
- ті, що розвиваються (Advanced, ADV);
- ті, що розвиваються, другого рівня (Secondary Emerging, EMG);
- приграничні (Frontier, FRONT).

Сьогодні про фондовий ринок України можна говорити як про замкнуте коло, зі своїми «внутрішніми законами», державним регулятором та саморегулюючими установами, концепція розвитку якого відокремлена від загальнодержавної загалом, та загально-економічної — зокрема. Крім того, виникає питання відносно незалежності членів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, яких раніше призначав і звільняв Президент, а зараз цю функцію виконує Кабінет Міністрів України.

Ще однією серйозною проблемою, характерною для фондового ринку України, є значний вплив іноземних інвесторів, які активно проникають на вітчизняні терени. В світовій практиці відомо багато прикладів, коли власниками таких ринкових інститутів, як біржі та депозитарії, є іноземці. Але в такому випадку їх вплив на фондовий ринок має обмежувати законодавство, активно контролювати та моделювати держава, чого в Україні поки що немає. Фондовий ринок, як вже зазначалося, «дуже самостійний», і доволі часто ігнорує державний вплив (відмова від передачі в державне майно 10 % капіталу ПФТС, «замахи» на депозитарій, маніпулювання грошовими потоками і т. д.). Вище перераховані тенденції можуть призвести до експансії і вивозу капіталу через фондовий ринок, та переходу інфраструктури фондового ринку у власність іноземців. Але виникає питання готовності держави до взяття на себе таких функцій та їх ефективного виконання.

Аналіз останніх публікацій. Дослідженням проблеми інституційного середовища функціонування корпоративного управління займається багато вітчизняних науковців — З. Г. Ватаманюк, В. М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовчкін, О. Г. Мендрул, О. С. Кравченко та багато ін. Більшість авторів висвітлюють особливості практики та розвитку кожного окремо взятого інституту фондового ринку. Та що стосується питання комплексного аналізу взаємодії цих інститутів, ідентифікації проблем співпраці між окремо взятими елементами та власне системності інституційного забезпечення, то існує багато неточностей.

Постановка завдання. Завданням статті є ідентифікація недоліків інституційного середовища функціонування корпоративного управління виходячи з реалій його господарської практики

та проблем, які виникають у процесі взаємодії між різними групами учасників корпоративних відносин.

Основні результати дослідження. Інституційне середовище функціонування корпоративного управління формують торговці цінними паперами, організатори торгів, реєстратори, зберігачі, депозитарій, аудиторів, оцінщики та рейтингові агентства. В історичній ретроспективі структура представників кожної з вище зазначених груп в Україні мала наступний вигляд (табл. 1).

Таблиця 1

ІНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЗА РОКАМИ

	На 1 січня 2002 року	На 1 січня 2006 року	На 1 січня 2009 року
Торговці цінними паперами	853	797	815 — отримали ліцензію
Організатори торгів	9	10	10
Реєстратори	366	361	370
Зберігачі	87	161	240
Депозитарій			3
Кількість акціонерних товариств	35 000	ВАТ — 11 730 ЗАТ — 22 167	ВАТ — 11 700 ЗАТ — 22 000.

З урахуванням суміщень певних видів професійної діяльності окремими професійними учасниками ринку цінних паперів їх кількість за станом на 1.01.2008 становила 1453:

- ✓ 214 учасників — торговці-зберігачі, в тому числі 109 банків;
- ✓ 33 учасники — торговці-зберігачі-реєстратори, в тому числі 26 банків;
- ✓ 1 депозитарій має ліцензію на розрахунково-клірингову діяльність та 2 депозитарії мають ліцензію на депозитарну діяльність.

Якщо проаналізувати професійних учасників фондового ринку на предмет їх динаміки, то в 2009 році, у порівнянні з 2006, їх абсолютна величина збільшилася на 127 учасників або на 8 %.

Кількість професійних учасників фондового ринку з урахуванням суміщення декількох видів професійної діяльності становила у 2009 році 1 518, у тому числі:

- 282 учасника є торговцями-зберігачами (124 банки), серед них 33 учасники є торговцями-зберігачами-реєстраторами (24 банки);
- 3 депозитарії мали ліцензію на розрахунково-клірингову діяльність.

Станом на 01.10.2009 року кількість ліцензій, які видано Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку професійним учасникам фондового ринку на провадження професійної діяльності, складала 1836, у тому числі:

- 774 ліцензії на провадження діяльності з торгівлі цінними паперами;
- 282 ліцензії на провадження депозитарної діяльності зберігачів цінних паперів;
- 375 ліцензій на провадження діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів;
- 389 ліцензій на провадження діяльності з управління активами інвестиційних інвесторів;
- 10 ліцензій на провадження діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів (фондових бірж);
- 3 ліцензії на провадження розрахунково-клірингової діяльності;
- 3 ліцензії на провадження депозитарної діяльності депозитарію цінних паперів [5].

Розглянемо більш детально особливості та проблеми функціонування кожного окремо взятого інституту фондового ринку України.

Згідно із Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» Національна депозитарна система складається з двох рівнів:

- верхній рівень — це **Національний депозитарій України і депозитарії**, що ведуть рахунки для зберігачів і здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів;
- нижній рівень — це **зберігачі**, які ведуть рахунки власників цінних паперів, і **реєстратори** власників іменних цінних паперів.

В Україні функціонує три депозитарії: депозитарій НБУ, що обслуговує обіг державних цінних паперів; ВАТ «Міжрегіональний фондовий союз» (МФС), що веде депозитарну діяльність з корпоративними та муніципальними цінними паперами; ВАТ «Національний депозитарій України» (НДУ), що має центральний для депозитарної системи статус, закріплений законодавчо. І між усіма ними є ряд непорозумінь та суперечностей. Лідером по обслуговуванню корпоративних цінних паперів є МФС, а право встановлювати міждепозитарні зв'язки не лише з аналогічною за статусом іноземною організацією, а й із будь-якою іншою, яка має визначений законодавством статус депозитарію, чи кастодіальною установою — НДУ, тобто виникає проблема співпраці з іноземними депозитарними установами, так як НДУ, який має право на такі

зв'язки, до вересня 2006 року не обслуговував жодного випуску акцій і подібні угоди не могли бути виконані ним, і не уклалися. Більше того, існує проблема внутрішньої співпраці між вітчизняними депозитаріями, визначення статусів МФС та депозитарію НБУ. Тобто, першочерговою необхідністю є налагодження кореспондентських зв'язків між депозитаріями всередині країни, як передумова їх виходу на міжнародний рівень. Разом з тим, визнаним світовим стандартом є наявність у країні єдиного повнофункціонального депозитарію і переваги такої моделі є очевидними. Чинним законодавством України передбачено створення такого депозитарію у формі НДУ, та до сьогодні цього не сталося. Всі три депозитарії розподіляють між собою функції Національного депозитарію, хоча між НДУ та МФС є ряд протистоянь.

Українські вчені розглядають варіант утворення НДУ на базі НДУ та МФС, шляхом їх об'єднання та створення центрального реєстру власників цінних паперів, центрального сховища документарних цінних паперів, центральної розрахунково-клірингової палати. Таким чином створювалися центральні депозитарії у 99 % країн світу. Але для цього в Україні потрібно подолати нерівновагу між вище зазначеними депозитаріями, конкуруючими на ринку корпоративних цінних паперів, з різною кількістю емітентів і зберігачів, кількістю цінних паперів, які обслуговуються цими депозитаріями та різним набором функцій, які вони виконують. Тобто, першим етапом на шляху створення єдиного депозитарію є ліквідація протистояння між МФС та НДУ й об'єднання цих депозитаріїв на умовах неможливості монополізації даної сфери ринку одним із її учасників [3].

Не менш цікава ситуація склалася і з інститутом організаторів торгів. Новою хвилею в розвитку даного напрямку стало створення у 2008 році нової біржі — «Українська біржа», 49 % акцій якої належить РТС — Російська торгова система — та 51 % — українським торговцям. Основною причиною створення УБ заявлені технічні перебої у роботі ПФТС, про які заявили українські торговці та ініціювали переговори з РТС стосовно створення УБ. Але неофіційні джерела стверджують, що організаторами УБ виступили крупні торговці з метою створення інституту для відстоювання власних інтересів і позиціонують УБ як біржу інтернет-трейдингу і в перспективі — ринку похідних фінансових інструментів.

Прагнення представників УБ бути першими підштовхнули їх до заявки про запуск інтернет-трейдингу з 27 березня 2008 року, тоді як ПФТС призначила цю подію на 28 квітня того ж року. Варто зазначити, що ринок заявок, про який йде мова, має ряд переваг

у порівнянні з ринком котирувань — можливість прямого доступу для клієнтів, гарантія виконання зобов'язань завдяки 100 %-му депонуванню грошей та цінних паперів, можливість виставляти більше однієї заявки від одного учасника, низькі трансформаційні витрати, виконання угод у режимі T0 — у день їх укладання, що дозволить купувати і продавати активи по кілька разів на день.

Проекти впровадження нових торгових систем як на ПФТС, так і на УБ були спільними з російськими колегами, які є конкуруючими на російському фондовому ринку. Причому, нагадаємо, що 49 % акцій УБ належить фондовій біржі РТС. Що ж стосується питання «незалежності» ПФТС по відношенню до ММББ (Московська міжбанківська валютна біржа) — офіційного партнера по впровадженню нових торгових систем, то виникає ряд неточностей. Так, за кілька місяців до впровадження вище згаданого проєкту, рада асоціації ПФТС вирішила реорганізувати ЗАТ «Технічний центр ПФТС» у відкрите акціонерне товариство. Ірина Заря — голова ради директорів ВАТ «Фондова біржа ПФТС» відмовилася уточнювати деталі домовленостей з російськими колегами та обсяг їх інвестицій. І ПФТС, і УБ запустили нові торговельні системи. Торговельна система ПФТС — PFTS NEXT здатна обробляти 1,5 млн заявок на день, або 5 тисяч за секунду, торгова система УБ — RTS Plaza — лише 1,4 тис. за секунду.

Останнім часом українські фондові біржі привертають все більше уваги з боку іноземних інвесторів. Так, пам'ятаємо, що пакети акцій 24,983 % та 10 % ще однієї фондової біржі України ЗАТ «Фондова біржа «Іннекс», належать, відповідно, Варшавській фондовій біржі (WSE) — відкрито повноцінне представництво в Україні — та РТС. Крім того, ММББ, Варшавська фондова біржа, Сінгапурська фондова біржа, Віденська фондова біржа та NYSE Euronext останнім часом озвучують інтерес та бажання до розміщення українських емітентів на їх майданчиках, що дозволить їм продати активи українських емітентів своїм інвесторам.

Створення УБ призвело до перерозподілу часток ринку. Так, вже в першому кварталі 2009 року ринкова доля найбільшої фондової біржі ПФТС скоротилася до 74,48 % з 93,06 % у 2008 році, а п'ятірка лідерів за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку мала наступний вигляд: ПФТС — 74,48 %; Перспектива — 10,2 %; Українська міжнародна фондова біржа — 5,99 %; Київська міжнародна фондова біржа — 4,54 %; Українська біржа — 3,27 % [6].

Таким чином, можемо зробити висновок, що український фондовий ринок знаходиться у вкрай небезпечному становищі, що

зумовлено, з одного боку, інвестиційною привабливістю останнього, а з іншого — бажанням іноземних інвесторів заволодіти українськими підприємствами. Як бачимо, боротьба між російськими фондовими біржами переноситься до України, які прагнуть будь-що заволодіти українським фондовим ринком. Окремі вчені [8] говорять, що «... до придбання Росією українського фондового ринку, по суті, залишився один крок: відкриття кореспондентського рахунку в українському депозитарії, який має стати центральним, чого не вдалося зробити Варшавській фондовій біржі. Це вирішить для росіян проблему обліку прав власності на цінні папери, випущені на території України». Але пам'ятаймо, у випадку синергії обох ринків — російського та українського — український ринок просто розчиниться в російському і Україна, маючи величезний інвестиційний потенціал, перетвориться на фінансового аутсайдера.

Розглядаючи особливості функціонування інституту реєстраторів, потрібно зазначити, що ринок реєстраційних послуг в Україні є конкурентним, оскільки на ньому створено різні умови для функціонування реєстраторів. Актуальною є як цінова, так і нецінова конкуренція, заснована на рекламі, стабільності та популярності того чи іншого реєстратора. Більше того, реєстраторські послуги пропонує ряд інфраструктурних учасників фондового ринку, але головну увагу звернемо на власне реєстраторів та депозитарії. Реєстраторська облікова система виконує облік власників документарних цінних паперів, а депозитарна — власників бездокументарних цінних паперів. Тобто, в Україні утворилося дві автономні облікові системи. Відповідно, варто зауважити, що депозитарна облікова система є більш організованою та «безпечною», яка забезпечує ефективне виконання угод з низьким рівнем ризику. Реєстратори, в свою чергу, діють автономно, що зумовлено відсутністю центрального інституту реєстраторів. Також характерним є висока ступінь залежності реєстраторів від емітентів цінних паперів та, як наслідок, фальсифікації та дублювання реєстрів під їх натиском. Крім того, реєстраторська діяльність супроводжується рядом технологічних недоліків та функціонує за умови недосконалої нормативно-правової бази. Але основна проблема зумовлена відсутністю системи централізованого архівування даних — центральної і єдиної реєстраторської системи, поява якої стане можливою за умови впровадження єдиної депозитарної системи обліку (що є перспективно для України і передбачено в планах розвитку фондового ринку України). Ці та ряд інших особливостей у діяльності реєстраторів, створюють про-

блеми як для акціонерних товариств, так і для держави, а тому потребують нагального вирішення. Ще одним проблемним напрямком, спільним для інституту реєстраторів та інституту зберігачів, є дублювання їх функцій. Дана ситуація склалася за умови недосконалої організації діяльності депозитарно-клірингової системи. Такі нюанси в функціонуванні інституту реєстраторів нашоухують на думку про його усунення шляхом трансформації реєстраторів у депозитарні установи, тим більше, що прийнятий 17 вересня 2008 року Закон України «Про акціонерні товариства» сприяє переходу на обіг цінних паперів лише в електронній формі. В свою чергу, обіг акцій в електронній формі, реєстрація публічних акціонерних товариств у біржовому реєстрі (хоч однієї з бірж), проходження процедури лістингу сприятиме концентрації торгів на організованому ринку, як передумови подальшого розвитку національної депозитарної системи. Такі дії дозволять частково вирішити питання централізації реєстрів та дублювання функцій реєстратор-зберігач. А за умов виключно електронного обігу цінних паперів також розглядається варіант «перепрофілювання» реєстраторів у клас зберігачів. Перерозподіл функцій та ліквідація інституту реєстраторів дозволять уникнути багатьох ризиків для українського ринку цінних паперів та економіки загалом. Але доки цей інститут існуватиме потрібно на законодавчому рівні підвищити вимоги до його роботи та мінімізувати системні ризики, джерелом яких є реєстраторська діяльність.

Якщо продовжувати питання конкуренції за обсяги здійснення інвестиційних операцій, то це, головним чином, стосується торговців цінними паперами, які належать до фінансових посередників. Оцінка ринку за видами торговців дозволяє зробити висновок, що з 2003 року цей ринок монополізований «чистими торговцями». Саме вони, починаючи з 2003 року, виконують близько 90 % від загальної кількості договорів. Така ситуація сприяє підвищенню вартості їх послуг. Але головна проблема полягає в національній приналежності. Так, торкаючись питання діяльності українських фондових бірж, ми нашоухнули на факт активного проникнення на вітчизняний ринок іноземних фондових бірж. Подібна ситуація складається і з торговцями цінними паперами, які також доволі часто є представниками інших країн.

Суттєвий вплив на діяльність корпоративних підприємств здійснюють і такі інститути фондового ринку, як аудитори, оцінщики та рейтингові агентства.

Висновки з проведеного дослідження. Тобто, підсумовуючи сказане вище, маємо зауважити, що в країні, де переважна біль-

шість підприємств промисловості (70 %) функціонує у формі акціонерних товариств, рівень розвитку корпоративного середовища та його інституційного забезпечення має відповідати найвищим показникам якості та принципам, співставним з світовими. У результаті ж нашого дослідження було виявлено ряд недоліків, притаманних вітчизняному фондовому ринку. Всі вище зазначені проблеми та недоліки наштотують на висновок, що можливим варіантом розвитку національного корпоративного сектору може бути пріоритетний розвиток банківського, а не фондового сегменту ринку капіталу. Також ідентифіковані проблеми дозволяють зробити ряд пропозицій щодо підвищення рівня розвитку інституційного забезпечення корпоративного управління, основними серед яких є: створення цілісної, централізованої та прозорої системи обліку цінних паперів; посилення державного контролю щодо власників ключових інститутів фондового ринку, спрямованого на збереження їх національної приналежності та функціонування в інтересах вітчизняної економіки; реалізація намірів консолідації інфраструктури фондового ринку; подальший розвиток електронного обігу цінних паперів, створення системи моніторингу учасників ринку цінних паперів та модернізація системи розкриття інформації на ринку; вдосконалення чинного законодавства у даній сфері, насамперед нормативно-правових актів державного регулятора. Не варто також забувати про досвід інших країн як приклад у напрямку вдосконалення вітчизняної економіки.

Література

1. *Азаренкова Г. М., Іванова М. В.* Сучасні тенденції розвитку світових фондових ринків // Актуальні проблеми економіки. — 2010. — №6 (108). — С. 61—71.
2. *Горовець Н. О.* Стан і перспективи діяльності інституту реєстраторів в Україні // Економіка. Фінанси. Право. — 2009. — №4. — С. 16—19.
3. *Горовець Н. О.* Шляхи створення єдиного центрального депозитарію в Україні // Економіка. Фінанси. Право. — 2009. — №7. — С. 3—6.
4. *Желіхівська А. М.* Визначення ефективності функціонування інститутів інфраструктури фондового ринку України // Фондовий ринок. — 2009. — №40. — С. 12—17.
5. За матеріалами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Динаміка та сучасний стан вітчизняного фондового ринку // Фінансовий ринок України. — 2009. — №11 (73). — С. 12—14.
6. *Ковальова В.* На фондовому ринку України дужчає конкуренція // Фондовий ринок. — 2009. — № 17. — С. 6—9.

7. Москвин С. Фондовый рынок Украины: место встречи можно изменить // Фондовый рынок. — 2010. — №11. — С. 6—9.

8. Шевченко П. Росія майже поглинула український фондовий ринок // Фондовый рынок. — 2009. — №18. — С. 6—7.

9. Офіційний сайт ДКЦПФР // <http://www.ssmc.gov.ua/>

Стаття надійшла до редакції 8.09.2010.

УДК 658.589(477)

М.А. Михайлюк, канд. екон. наук, доцент,
кафедра політичної економії
обліково-економічних факультетів,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ІНФРАСТРУКТУРНА ПІДТРИМКА РОЗВИТКУ ІННОВАЦІЙНИХ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ

Анотація. У статті розглядається проблема інфраструктурної підтримки інноваційного розвитку вітчизняних підприємств через економічну політику створення як державних, так і ринкових інститутів ефективного генерування і поширення інновацій, сприйняття та використання підприємством інновацій як чинника сталості та перспективності його діяльності в умовах зміни ринкової кон'юнктури.

Аннотация. В статье рассматривается проблема инфраструктурной поддержки инновационного развития отечественных предприятий через экономическую политику создания как государственных, так и рыночных, институтов эффективного генерирования и распространения инноваций, восприятия и использования предприятием инноваций, как фактора постоянства и перспективности его деятельности в условиях изменения рыночной конъюнктуры. Ключевые слова: инфраструктура инновационного развития, инновационная экономическая политика государства, индекс развития инфраструктуры, технопарки, технополисы.

Annotation. In the article the problem of infrastructural support of innovative development of domestic enterprises is examined through the economic policy of creation of both state and market, institutes of the effective generating and distribution of innovations, perception and use of innovations an enterprise, as a factor of constancy and perspective of his activity in the conditions of change of the market state of affairs. Keywords: infrastructure innovative development, innovative economic policy of the state, index of development of infrastructure, technoparki, technopolisi.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: інфраструктура інноваційного розвитку, інноваційна економічна політика держави, індекс розвитку інфраструктури, технопарки, технополіси.