

УДК 658.114.3
ББК 65.290-2
У 67

Колектив авторів

**З. Є. ШЕРШНЬОВА, А. Є. ЧЕРПАК, О. І. ГАРАФОНОВА,
О. М. МОЗГОВИЙ, А. Ф. БАТОРШИНА**

Рецензенти

Т. І. Лепейко, д-р екон. наук, проф.
(Харківський національний економічний університет)

Т. М. Качала, д-р екон. наук, проф.
(Черкаський державний технологічний університет)

І. О. Кузнецова, д-р екон. наук, проф.
(Одеський державний економічний університет)

Редакційна колегія факультету економіки та управління

Голова редакційної колегії А. П. Наливайко, д-р екон. наук, проф.

Відп. секретар редакційної колегії Н. М. Євдокимова, канд. екон. наук, доц.

Члени редакційної колегії: В. І. Кириленко, д-р екон. наук, проф.; В. В. Лаврененко, канд. екон. наук, доц.; О. М. Мельник, д-р екон. наук, проф.; Т. Є. Пенкіна, канд. техн. наук, доц.; Є. В. Прохорова, канд. екон. наук, доц.; В. М. Фещенко, д-р екон. наук, проф.; С. М. Чистов, канд. екон. наук, доц.

*Рекомендовано Міністерством освіти і науки, молоді та спорту України
Лист № 1/11-2560 від 27.02.12*

**Управління корпораціями : навч. посіб. / [З. Є. Шершньова,
У 67 А. Є. Черпак, О. І. Гарафонов та ін.] ; за заг. ред. З. Є. Шерш-
ньової, А. Є. Черпак. — К. : КНЕУ, 2013. — 695, [1] с.
ISBN 978-966-483-689-7**

У посібнику висвітлено загальні закономірності, принципи формування, функціонування та розвитку корпорацій, надано характеристику організаційного й економічного механізмів управління корпораціями, принципів управління корпоративним капіталом, формування та розвитку моделей корпоративного контролю, особливостей стратегічного управління в корпораціях і методик оцінювання ефективності корпоративного управління.

Для викладачів вищих навчальних закладів, слухачів магістерських програм «Бізнес-адміністрування», аспірантів, студентів, менеджерів, членів органів управління акціонерних товариств, корпоративних секретарів та інших фахівців, а також усіх, хто цікавиться питаннями корпоративного управління.

**УДК 658.114.3
ББК 65.290-2**

*Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється*

© З. Є. Шершньова, А. Є. Черпак,
О. І. Гарафонов та ін., 2013
© КНЕУ, 2013

ISBN 978-966-483-689-7

— контрольні — щодо здійснення моніторингу досягнення цілей і реалізації інтересів акціонерів; оцінювання ефективності діяльності органів управління корпорації.

Навчальний посібник підготовлено колективом авторів: канд. екон. наук, проф. кафедри менеджменту КНЕУ З. Є. Шершньовою (загальна редакція, передмова, розділи 5, 9, 10), канд. екон. наук, доц. кафедри менеджменту КНЕУ А. Є. Черпак (загальна редакція, передмова, розділи 4, 6, 7, 8), канд. екон. наук, доц. О. І. Гарафоновою (розділи 1, 2), доктором екон. наук, проф. КНЕУ О. М. Мозговим (розділ 3), канд. екон. наук А. Ф. Баторшиною (розділ 3).





ЗМІСТ

Вступ	7
ЧАСТИНА 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ	11
<i>Розділ 1. Передумови формування корпоративної фор- ми організації бізнесу.</i>	<i>11</i>
1.1. Еволюція становлення корпоративної форми організації бізнесу та корпоративного сектору економіки України . . .	12
1.2. Поняття корпорації та корпоративного управління. Ос- новні характеристики інтеграційних процесів і принци- пів організації бізнесу	19
1.3. Передумови формування та основні засади функціону- вання різних типів інтегрованих корпоративних структур . .	24
<i>Розділ 2. Сутність корпоративного управління</i>	<i>57</i>
2.1. Сучасні концепції корпоративного управління.	58
2.2. Система стандартів корпоративного управління	65
2.3. Типологія моделей корпоративного управління	81
Розділ 3. Середовище функціонування корпорацій (АТ) . . .	96
3.1. Інфраструктура корпоративного середовища.	97
3.2. Поняття, роль і функції фондового ринку (ФР) середо- вищі функціонування корпорацій.	99
3.3. Відносини корпорацій з органами державної влади	127

СЕРЕДОВИЩЕ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ (АТ)

- 3.1. Інфраструктура корпоративного середовища.
- 3.2. Поняття, роль і функції фондового ринку (ФР) у середовищі функціонування корпорацій.
- 3.3. Відносини корпорацій з органами державної влади.

Після вивчення цієї теми студент має знати:

- ◆ складові інфраструктури середовища функціонування корпорацій і функції державних органів, які впливають на діяльність корпорацій;
- ◆ сутність, функції та нормативно-правові засади функціонування фондового ринку в Україні.

Студент має вміти:

- ◆ будувати ефективну взаємодію корпорації з НКЦПФР та іншими суб'єктами фондового ринку;
- ◆ аналізувати середовище функціонування корпорацій як середовище інтересів;
- ◆ формувати стратегію поведінки корпорації на фондовому ринку.

Розвиток економіки постійно вимагає мобілізації, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів. У будь-якій країні, де економіка функціонує ефективно, цей процес здійснюється на ринку фінансових ресурсів, котрий об'єднує три головні складові: кредитний ринок, валютний ринок і ринок цінних паперів. Приватизаційні процеси призвели до створення не тільки приватного, але й потужного корпоративного сектору економіки. Корпорації (акціонерні товариства) можуть залучати необхідні фінансові ресурси шляхом емісії та розміщення певних видів цінних паперів на фондовому ринку. Проте вони мають низку особливостей порівняно з іншими емітентами цінних паперів (і як суб'єкти підприємницької діяльності порівняно з іншими підприємствами) стосовно обслуговування випущених цінних паперів. Це зумовлює необхідність розгляду специфіки зовнішнього середовища функціонування корпорацій (АТ).

3.1. Інфраструктура корпоративного середовища

Більшість управлінських концепцій сучасності розглядає підприємство як відкриту систему. При цьому публічні АТ можна вважати чи не найвідкритішою системою, що за своїми характеристиками напряду залежить від зовнішнього середовища. Особливим суботоченням АТ є фондовий ринок. Водночас стосовно цієї організаційно-правової форми, котрій властиве об'єднання для реалізації спільної мети капіталів різних власників, які діють у складному багатшаровому соціально-економічному, науково-технічному й культурному середовищі, буде доречнішим розглядати середовище функціонування АТ як «середовище інтересів». Саме економічні інтереси виступають рушійною силою інвестування капіталів індивідуальних власників у цінні папери конкретного АТ. При цьому власники капіталів враховують як альтернативні варіанти інвестування в інші суб'єкти середовища та галузі, так і бар'єри для вкладання капіталів (протекціонізм, приватизаційна та податкова політика держави тощо) [172, с. 42].

Стосовно перспектив формування моделі середовища функціонування АТ як середовища інтересів З. Шершньова пропонує використовувати відомі ієрархічні 2-рівневі моделі В. Ділла, І. Томпсона та А. Стріклєнда, М. Портера, 5-рівневу модель середовища Бостонської консалтингової групи, матриці «Єврокіп» [199, с. 383]. На рис. 3.1 подано модель середовища АТ як середовища інтересів.

Як бачимо з рис. 3.1, найбільший вплив на АТ справляють суб'єкти проміжного середовища функціонування корпорації — стейкхолдери, які можуть впливати на корпорацію в процесі досягнення нею своїх цілей і на яких корпорація може впливати в процесі досягнення власних цілей. Класифікація стейкхолдерів і характеристика їхніх інтересів детально розглянута у розділі 4 навчального посібника «АТ як об'єкт корпоративного управління».

Особливу групу суб'єктів середовища інтересів корпорацій становлять організації-регулятори (НКЦПФР, НБУ, Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг).

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, як суб'єкт середовища інтересів корпорації, здійснює реєстрацію випуску цінних паперів корпорації та регулює питання їх наступного обігу, встановлює вимоги щодо розкриття корпораціями інформації про свою діяльність, узагальнює таку інформацію та

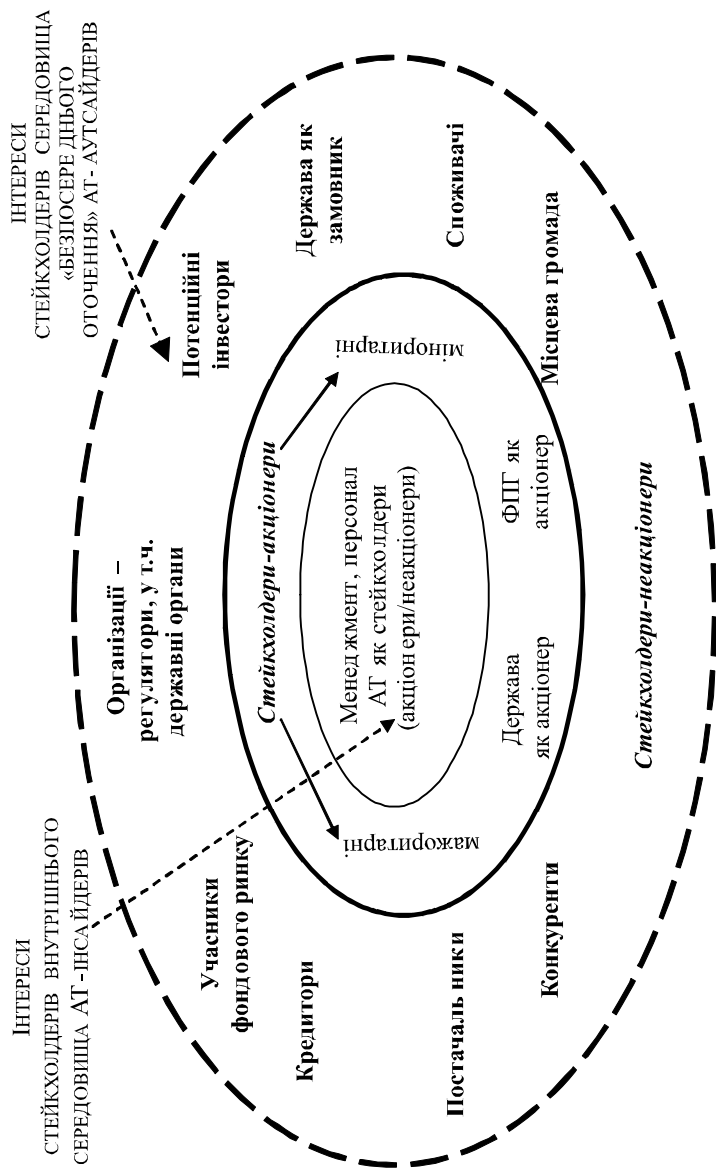


Рис. 3.1. Модель середовища функціонування АТ як «середовища інтересів» [172, с. 42]

поширює її серед громадськості. Детальніше функції комісії розкриті у розд. 3.3. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (насамперед, важливих для корпорацій страхових компаній) розробляє і реалізує стратегію розвитку ринків фінансових послуг, вирішує системні питання їх функціонування, тому корпорації, як споживачі таких послуг залежать й від політики, яка реалізовується цією комісією. Національний банк України визначає та проводить грошово-кредитну політику у державі і, таким чином, визначає зовнішні фінансові умови діяльності корпорацій, впливає на вартість інвестиційних ресурсів. В умовах української моделі корпоративного управління, яка все ще проходить етап свого становлення, банківське кредитування залишається одним з найважливіших джерел фінансових ресурсів для корпорацій, тому НБУ — як регулятор банківської системи — відіграє важливу роль у формуванні корпоративного середовища.

В умовах високорозвиненої інфраструктури середовища функціонування корпорацій останнім набагато легше залучати капітали для розвитку, а інвестори з більшою готовністю надають такі капітали, оскільки інвестиційні та інформаційні ризики у таких умовах є меншими. Саме задля створення такої інфраструктури держава вживає заходи щодо розвитку фондового ринку, підвищення економічної ефективності його функціонування для різних груп його учасників, економіки та суспільства в цілому. У табл. 3.1 представлено окремі показники, що характеризують ефективність фондового ринку для різних суб'єктів корпоративного середовища інтересів.

3.2. Поняття, роль і функції фондового ринку (ФР) у середовищі функціонування корпорацій

Після кризових 1990-х років і супроводжуючих їх процесів роздержавлення та трансформації власності у промисловості України, протягом першого десятиріччя нового тисячоліття й (до фінансової кризи 2008—2009 років) інтерес іноземних інвесторів до фондового ринку України збільшився, що було обумовлено високими темпами економічного зростання, які позитивно відобразилися на цінах та рівні його прибутковості. Такий інтерес висунув нові вимоги до інфраструктури фондового ринку України, яка поки що не у повній мірі відповідає міжнародним стандартам, а тому не викликає належної довіри у іноземних інвесторів, яких турбують питання безпеки та належного за-

Таблиця 3.1
ПОКАЗНИКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ФОНДОВОГО РИНКУ ДЛЯ КОРПОРАЦІЙ, ЕКОНОМІКИ ТА СУСПІЛЬСТВА¹

Показник	Характер впливу фондового ринку на ефективність	Показники макрорівня	Показники макрорівня
1. Ефективність для інвесторів	Можливість отримання порівняно високого прибутку на вкладений капітал за прийняттого рівня ризику	— середня прибутковість корпоративних цінних паперів; — волатильність корпоративних цінних паперів (тенденція їх ринкової ціни або доходу за ними змінюватися з часом); — ліквідність цінних паперів	— приріст капіталізації фондового ринку; — зловживання, що завдають шкоди законним інтересам інвесторів (наприклад, кількість зловживань у рік, масштаб збитків від зловживань і т. п.)
2. Ефективність для емітентів	Можливість мобілізації порівняно доступних інвестиційних ресурсів на фондовому ринку	— ціна інвестиційних ресурсів (у порівнянні з альтернативними способами отримання ресурсів); — транзакційні витрати пов'язані з виходом на ринок	— приріст кількості емітентів, цінні папери яких мають ринкові котирування; — галузева диференціація емітентів; — збалансованість фондового ринку за обсягами корпоративних емісійних цінних паперів різних типів (звичайні і привілейовані акції, облігації різного терміну погашення та прибутковості)
3. Ефективність для професійних учасників ринку	Можливість організації прибуткового бізнесу в рамках наявної інфраструктури фондового ринку	— Рентабельність діяльності професійного учасника фондового ринку порівняно з середнього рентабельністю фінансового ринку та економіки в цілому; — Складність виходу на фондовий ринок в якості професійного учасника	— приріст кількості професійних учасників фондового ринку; — податкові находження від діяльності професійних учасників фондового ринку; — кількість банкрутств професійних учасників фондового ринку та їх вплив на функціонування ринку та інвесторів

4. Макроекономічна ефективність	Ступінь позитивного впливу фондового ринку на темпи розвитку й пропорції реального сектора економіки	—	— вплив активності фондового ринку на темпи зростання реального ВВП, реальних валових інвестицій і т.д.; — співвідношення короткострокових (спекулятивних) і довгострокових (інвестиційних) операцій на фондовому ринку
5. Прямая соціальна ефективність	Безпосередній вплив фондового ринку на соціальні процеси	Співвідношення середньої заробітної плати у компаніях — професійних учасниках фондового ринку і середньої заробітної плати в економіці та / або на фінансовому ринку	— приріст зайнятості у компаніях — професійних учасниках фондового ринку; — приріст податкових надходжень, отриманих у результаті діяльності професійних учасників
6. Опосередкована соціальна ефективність	Опосередкований вплив через реальний сектор і бюджетну систему	— зростання зайнятості на нових виробництвах, створених за рахунок інвестицій, отриманих на фондовому ринку; — підвищення рівня життя населення внаслідок інвестування заощаджень в інструменти фондового ринку, тощо	

¹ Іванов А.В. Обоснование эффективности фондового рынка как оптимального источника привлечения финансовых ресурсов // Финансы и кредит. — 2005. — № 12. — С. 23—27.

конодавчого захисту вкладених у економіку України через фондовий ринок активів. Фондовий ринок як складова фінансового ринку традиційно вважається забезпечувальною ланкою всієї фінансової системи держави: він виступає своєрідним індикатором, який відображає економічний стан країни, гостро реагуючи на зміну будь-якого макроекономічного показника, чи то рівня ВВП, інфляції, обсягів експорту-імпорту тощо. Фондовий ринок є важливим механізмом перетворення грошових коштів у капітал, тому практика розвинутих країн свідчить, що саме фондовий ринок виступає своєрідною кровоносною системою, яка живить увесь організм — економіку держави.

Ринок цінних паперів розпочав своє становлення у 1991 році, коли було прийнято Закон України «Про цінні папери та фондову біржу». Надалі були прийняті базові законодавчі акти, що регламентують відносини між учасниками фондового ринку, зокрема Закони України: «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», «Про іпотечні облігації», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування», «Про недержавне пенсійне забезпечення». Також на протязі останніх 20 років було сформовано законодавчу базу у сфері корпоративних відносин, основним законодавчим документом якої є прийнятий у 2008 році Закон України «Про акціонерні товариства». У результаті в Україні були створені ключові елементи системи фондового ринку, а саме: система державного регулювання ринку, система обліку прав власності на цінні папери, система організованої торгівлі цінними паперами, система розрахунків за угодами з цінними паперами, система фінансового посередництва, система управління колективними інвестиціями.

Станом на 01.03.2011 р. в Україні у біржові списки включено 354 цінних паперів, у т.ч. до котирувального списку за I рівнем лістингу — 154. Кількість публічних акціонерних товариств в Україні наближається до 10 тис., але на біржах котируються акції лише 101 компанії. Після кризового 2009 року, висока активність на біржовому ринку у 2010 році призвела до збільшення у чотири рази обсягів організованого фондового ринку в Україні до 131,6 млрд грн, з яких 61,16 млрд грн припадає на державні облігації, 52,7 млрд грн — на акції.

Сплеск обсягів торгів на біржах частково пояснюється зростанням конкуренції між фондовими торговельними майданчика-

ми, а також розвитком Інтернет-трейдингу. Зокрема, в Україні організована торгівля цінними паперами здійснюється через 10 бірж (торговельних систем), серед яких лідерами за обсягами укладених угод у січні-лютому 2011 року були Українська біржа — 36 %, Перша фондова торговельна система (ПФТС) — 32 %, фондова біржа «Перспектива» — 31%. Попри це, значна кількість угод з цінними паперами все ще укладається на позабіржовому ринку (угоди злиттів і поглинань (M&A), операції з акціями та векселями, що проводяться з метою ухилення від сплати податків і виведення капіталів за кордон). Тому частка організованого фондового ринку все ще не перевищує 10 %, хоча у сусідніх країнах вона сягає 60—70 %.

ТОВ «Метінвест холдинг», який входить до корпоративної структури групи СКМ Р. Ахметова, у 2010 році поглинуло АТ «Маріупольський металургійний комбінат», акції якого перебувають у лістингу всіх найбільших фондових майданчиків України. Угода не була проведена через біржу, її вартість невідома (обсяг додаткової емісії ММК ім. Ілліча становив 2,25 млрд грн). Якби пакет акцій ММК ім. Ілліча вивели на біржу, його цінні папери зросли б у ціні

Причин недостатнього рівня розвитку фондового ринку в Україні та невиконання ним своїх основних функцій (трансформації заощаджень населення та вільних грошових коштів підприємств у капітал для розвитку акціонерних товариств), є багато, про що, зокрема, зазначено у Проекті Програми розвитку фондового ринку України на 2011—2015 роки, підготовленому НКЦПФР. Найважливіші з цих причин унаочнено на рис. 3.2 та представлені нижче:

1. Головним індикатором розвитку фондового ринку є його капіталізація, тобто сумарна ринкова вартість цінних паперів, які перебувають у обігу на ньому. На жаль, капіталізація національного фондового ринку знаходиться на низькому рівні, що пов'язано з відсутністю достатньої пропозиції інструментів фондового ринку з прийнятними для інвесторів характеристиками щодо дохідності, ризикованості, ліквідності та захищеності, а також відносно незначними обсягами інвестицій, що надходять на фондовий ринок. Незацікавленість потенційних інвесторів придбавати акції вітчизняних емітентів пов'язана також з невисоким рівнем корпоративного управління у вітчизняних акціонерних

товариствах, їх інформаційною закритістю, відсутністю у них привабливої для інвесторів дивідендної політики та затверджених стратегій розвитку. Існуючий попит на акції інвестиційно-привабливих підприємств, які частково або повністю належать державі, не задовольняється через вкрай невелику кількість акцій таких підприємств у вільному обігу.

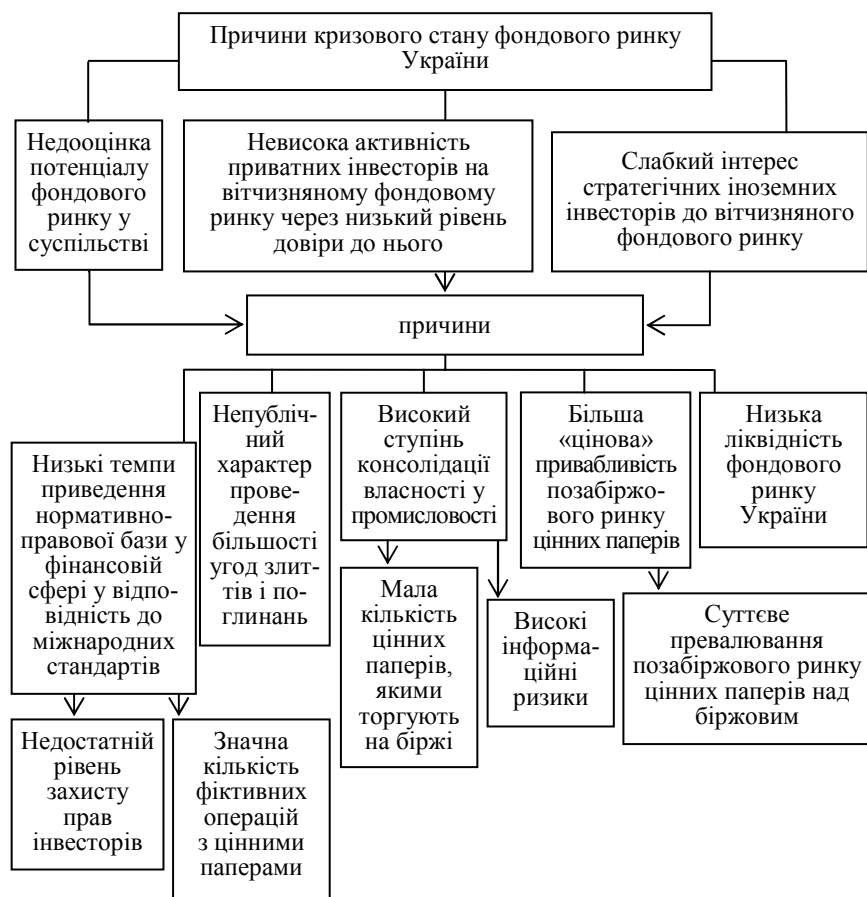


Рис. 3.2. Причини кризового стану фондового ринку України

2. Основною проблемою ринку боргових цінних паперів є відсутність ефективного механізму захисту прав інвесторів, складність процедур реструктуризації, як наслідок, обмеженість вторинного ринку. За межами біржового ринку знаходяться не тільки

ки державні фінансові інструменти, але й сама держава (в особі державних органів), яка мала б стати найбільш впливовим та активним учасником ринку.

3. Через відсутність комплексного законодавчого регулювання правил здійснення операцій РЕПО¹ та операцій маржинального кредитування, стримується активізація таких операцій, які можуть стати одним із способів розширення пропозиції привабливих фінансових інструментів на ринку.

4. Проходження лістингу фінансовими інструментами на біржовому ринку можливе з ініціативи тільки їх емітента, однак у емітентів відсутня достатня мотивація проводити таку процедуру (лише Закон України «Про акціонерні товариства» вимагає від публічних акціонерних товариств проходження процедури лістингу). Більше того, існуючі лістингові вимоги (детально розглянуті у розділі 7 навчального посібника), особливо щодо фінансових показників діяльності емітентів, не враховують їх реального стану і тим самим призводять до штучного обмеження кількості цінних паперів у біржовому обігу.

5. Складність організації та проведення первинних публічних розміщень фінансових інструментів на українському фондовому ринку значно звужує можливість доступу інвесторів до об'єктів інвестування. Зокрема, перший випуск акцій товариства має бути лише приватним, тобто розповсюджуватиметься серед заздалегідь визначеного кола осіб, а не може бути адресований широкій інвестиційній спільноті.

6. Недостатня розвиненість ринків базових активів, недосконале законодавче регулювання у цій сфері зумовили фактичну відсутність ринку похідних (деривативів). Сегмент ринку похідних (деривативів) практично не охоплює валютний та товарний ринки, при тому, що формування справедливих цін на важливі для економіки країни товари, такі як енергоносії, зерно, метали, продукція хімічної промисловості, деревина тощо неможливе без використання інструментів строкового ринку.

7. Надто вузькі можливості для сек'юритизації фінансових активів (*asset securitisation*²) стримують оборот таких активів та обмежують можливості залучення довгострокових інвестиційних

¹ Угода купівлі (продажу) цінного паперу (найчастіше — облігації) з зобов'язанням зворотного продажу (купівлі) через визначений термін й за обумовленою вартістю; фактично, це операція короткострокової позики під заставу цінних паперів.

² Фінансові активи списуються з балансу підприємства та передаються спеціально створеному фінансовому посереднику, а потім рефінансуються шляхом випуску цінних паперів, забезпечених активами (*Asset-Backed Securities* — *ABS*) або шляхом отримання синдикованого кредиту (*Asset-Backed Loan*).

ресурсів у важливі галузі економіки. Ця нова техніка залучення коштів отримала широке визнання в Європі та США. У США обсяг ABS в обігу на ринку вже перевищив 3 трлн дол.

8. Невелика пропозиція інвестиційного капіталу на фондовому ринку зумовлена відсутністю потужних національних інституційних інвесторів, недостатньою зацікавленістю приватних дрібних інвесторів, несприятливим кліматом, створеним для іноземних інвесторів. Становлення потужних внутрішніх інвесторів гальмується, у тому числі, через не впровадження другого рівня пенсійної системи — Накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, а також недостатнє економічне стимулювання участі роботодавців і робітників у третьому рівні пенсійної системи — недержавних пенсійних фондах.

Всі ці фактори суттєво впливають на рівень капіталізації та загалом інтерес до вітчизняного ринку цінних паперів. Але попри зазначені проблеми, Україна має достатній економічний потенціал для розбудови національного фондового ринку, темпи якого випереджатимуть динаміку ВВП. Фондовий ринок повинен функціонувати як регульований елемент цілісної фінансової системи, синхронізованої з банківським сектором і системою державних фінансів. З огляду на сучасний стан економіки, у найближчий час зусилля держави мають бути спрямовані на вирішення наступних основних завдань подальшого розвитку фондового ринку України¹:

- збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку;
- удосконалення ринкової інфраструктури та засад саморегулювання, забезпечення їх надійного і ефективного функціонування;
- покращення механізмів захисту прав інвесторів;
- удосконалення умов і правил державного регулювання та нагляду на фондовому ринку.

Станом на 01.03.2011 р. ДКЦПФР було видано 1802 ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку, в тому числі: 757 ліцензій на діяльність з торгівлі цінними паперами; 376 ліцензій на депозитарну діяльність зберігачів цінних паперів; 288 ліцензій на діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів; 367 ліцензій на діяльність з управління активами інвестиційних інвесторів; 10 ліцензій на діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів; 2 ліцензії на проведення розрахунково-клірингової діяльності; 2 ліцензії на депози-

¹ Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2011—2015 роки, підготовлений ДКЦПФР.

тарну діяльність депозитарію цінних паперів. Таким чином, кількість професійних учасників фондового ринку України (з урахуванням суміщення кількох видів професійної діяльності) становила 1380, у тому числі у державі нараховувалося: 376 учасників, які є торговцями-зберігачами (121 банк), серед них 45 учасники були торговцями-зберігачами-реєстраторами (21 банк); 11 учасників були зберігачами-реєстраторами; 2 депозитарії мали ліцензію на розрахунково-клірингову діяльність. Крім того, ДКЦПФР зареєстровано 1576 інститутів спільного інвестування (258 корпоративних та 1318 пайових інвестиційних фондів). Суб'єкту структуру фондового ринку України представлена на рис. 3.2.

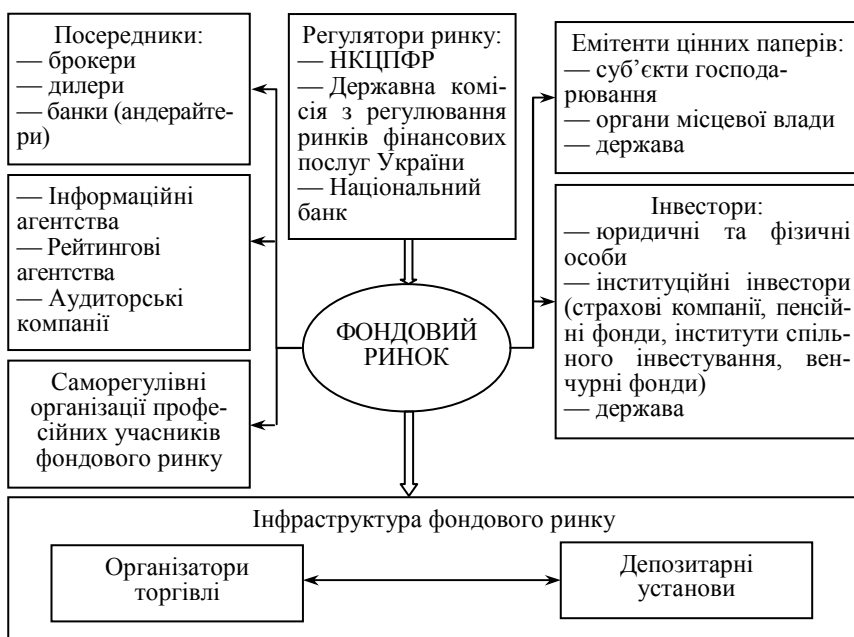


Рис. 3.2. Суб'єктна структура фондового ринку України

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» **фондовий ринок** (ринок цінних паперів) — це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів — форвардів, опціонів, ф'ючерсів). Учасники фондового ринку — емітенти, інвестори, саморегулівні організації та професійні учасники фондового ринку. На первинному ринку здійснюється

розміщення цінних паперів, на вторинному ринку обіг цінних паперів.

Фондовий ринок — це дуже важлива складова ринкової економіки. В Україні, як і в інших країнах з перехідною економікою, обіг цінних паперів стає однією з основних галузей фінансової сфери, без якої даремно сподіватися на нормальне функціонування складного механізму ринкової економіки. Як відомо, реформування власності супроводжується структурною перебудовою народного господарства і зумовлює створення фондового ринку, а останній сприяє закріпленню результатів цього реформування. Цілі АТ при виході на фондовий ринок представлені на рис. 3.3.

Серед законодавчих актів, які регулюють діяльність суб'єктів фондового ринку України, найважливішими є:

- *Цивільний кодекс України* від 16 січня 2003 року, *Господарський кодекс України* від 16 січня 2003 року, *Закон України «Про акціонерні товариства»*, які встановлюють порядок створення, функціонування й діяльності акціонерних товариств, порядок випуску акцій емітентом, порядок скликання загальних зборів акціонерів, збільшення і зменшення статутного фонду, компетенції керівних органів товариства тощо;

- *Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок»* від 23 лютого 2006 року, який чітко визначає класифікацію цінних паперів України за видами, категоріями; розширює перелік послуг, які можуть надаватися професійними учасниками ринку цінних паперів в Україні; увідповіднює світовим стандартам визначення та вимоги до таких послуг; впроваджує систему розкриття інформації на фондовому ринку; врегульовує питання, пов'язані з використанням інсайдерської інформації;

- *Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»* від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР, який визначає мету і форми державного регулювання фондового ринку, органи, що здійснюють державне регулювання, зокрема щодо НКЦПФР, завдання, функції, повноваження, права, відповідальність і відносини з іншими державними органами регулювання й контролю на фондовому ринку;

- *Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»* від 10 грудня 1997 року № 710/97, який визначає правові засади і загальні правила обігу в Україні цінних паперів у документарній і бездокументарній формах, особливості обліку, переходу і реалізації прав власності на цінні папери, основи депозитарної, розрахунково-клірингової діяльності й діяльності з ведення реєстрів влас-

ників іменних цінних паперів та Указ Президента України «Про загальні засади функціонування Національного депозитарію України» від 22 червня 1999 року № 703/99, які визначили механізми виконання угод і обліку прав власності на цінні папери;

• Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 2001 року № 2299-III, який визначає правові й організаційні засади створення, діяльності і відповідальності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їхніми активами, встановлює вимоги до складу, структури та збереження активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів ІСІ, порядок і обсяг розкриття інформації цими інститутами з метою залучення й ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів.

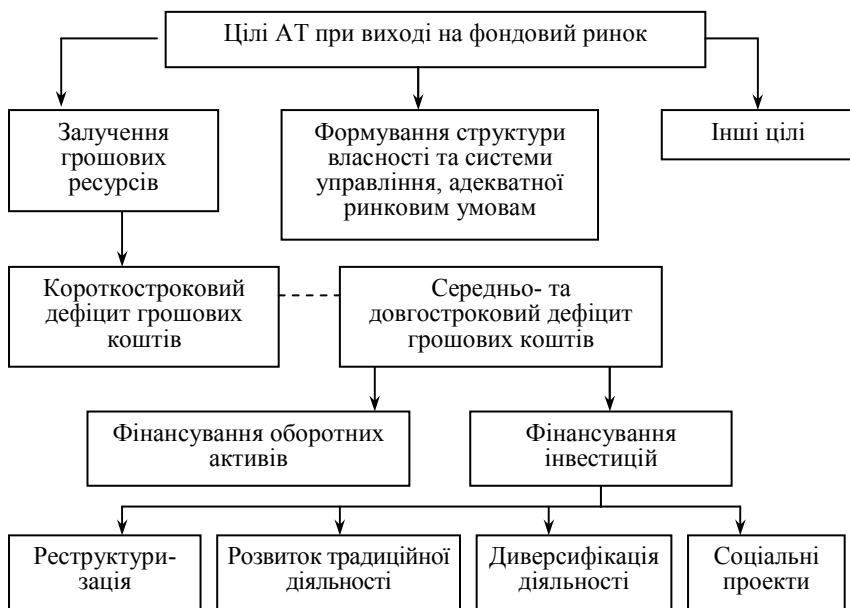


Рис. 3.3. Цілі АТ у разі виходу на фондовий ринок

У законодавчому регулюванні національного фондового ринку важливу роль відіграють також міжнародні акти (договори, конвенції, угоди), укладені з міжнародними організаціями та міжнародними фінансовими інститутами в сфері розвитку, функціонування та регулювання ринку цінних паперів. Укладання таких актів спрямоване на сприяння інтеграції України в Європейське співтовариство, Міжнародну організацію

комісій з цінних паперів (IOSCO), поглиблення співпраці зі Світовим банком і МВФ.

Акціонерне товариство може залучати необхідні фінансові ресурси шляхом емісії та розміщення певних видів цінних паперів на фондовому ринку. Характеристику цінних паперів, які можуть випускатися АТ, детальніше розглянуто у розділі 7 «Управління корпоративним капіталом».

Корпоративне управління являє собою систему відносин внутрішніх — між органами товариства та його акціонерами, та зовнішніх — між товариством і будь-якими третіми особами. Таким чином, учасниками корпоративних відносин виступають різні суб'єкти — самі емітенти (акціонерні товариства), держава, працівники, менеджери, інвестори (акціонери), кредитори, інші заінтересовані особи. Усіх їх можна назвати співучасниками діяльності товариства. Одні з них формують пропозицію акцій, другі — попит на них, треті забезпечують взаємодію продавців і покупців, виконуючи низку організаційно-технічних функцій.

Ключовою фігурою у складі учасників корпоративних відносин завжди є *емітент*. Саме емітенти цінних паперів є споживачами інвестицій, які вони отримують шляхом випуску (емісії)¹ цінних паперів. Саме вони об'єднують осіб, які інвестують гроші та майно в цінні папери емітента — *інвесторів*. Останні називаються *акціонерами* у разі, якщо вони придбали акції певного акціонерного товариства. Емітент (в особі своїх органів управління) та його акціонери окреслюють коло внутрішніх учасників корпоративних відносин. Вони є *безпосередніми учасниками*.

Найважливішою із функцій, які виконує емітент, є функція набуття прав і зобов'язань, зазначених в умовах випуску. Що стосується цінних паперів, які свідчать про участь у статутному фонді емітента, то коло взаємних прав і зобов'язань є відносно широким. Воно полягає в тому, що власники цінних паперів є по суті власниками емітента, тому вони можуть брати участь в управлінні справами емітента через загальні збори, а також мають інші права.

Зовнішніми учасниками корпоративних відносин є окрема група учасників, які здійснюють обслуговування діяльності з цінними паперами того чи іншого товариства, так звані *інститути ринкової інфраструктури*. Серед них — торговці цінними паперами, депозитарії, зберігачі, реєстратори та інші. Такі особи

¹ Емісією цінних паперів називають сукупність дій емітента щодо здійснення розміщення акцій або продажу облігацій.

надають кваліфіковані послуги внутрішнім учасникам корпоративних відносин і, таким чином, беруть опосередковану участь в системі корпоративних відносин.

Емітент цінних паперів — юридична особа, Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками.

Інвестори в цінні папери — фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства. Інституціональними інвесторами є інститути спільного інвестування¹ (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку чи збереження реальної вартості фінансових активів.

Індивідуальні учасники (приватні підприємці та фізичні особи) також виступають у ролі інвесторів на ринку цінних паперів. Утім, як показує практика, індивідуальні інвестори в Україні через розрізненість, роздробленість та малу кількість акцій в одних руках фактично не мають змоги реалізувати своє право на управління акціонерним товариством. Низький рівень освіченості й інформованості населення в питаннях функціонування фондового ринку також не сприяє підвищенню їхньої активності на ринку цінних паперів.

Держава як власник пакетів акцій підприємств також може виступати інвестором на ринку цінних паперів. З метою збереження розміру своєї частки в статутному фонді цих підприємств, за умов додаткової емісії акцій, уряд має вдаватися до придбання акцій нової емісії.

Саморегулювальні організації (СРО) — неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що проводять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституціональних інвесторів, депозитарну

¹ Діяльність інститутів спільного інвестування регулюється Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 2001 року № 2299-III.

діяльність (діяльність реєстрів і зберігачів), утворене відповідно до критеріїв і вимог, установлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Професійні учасники фондового ринку — юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої НКЦПФР, здійснюють на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначено законами України. Стаття 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає суть і види професійної діяльності на фондовому ринку.

Професійна діяльність на фондовому ринку — діяльність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституціональних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим до такої діяльності цим Законом і законодавством.

На фондовому ринку здійснюються такі види професійної діяльності:

- діяльність з торгівлі цінними паперами;
- діяльність з управління активами інституціональних інвесторів;
- депозитарна діяльність;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Професійна діяльність на фондовому ринку здійснюється винятково на підставі ліцензії, що видається НКЦПФР. Порядок та умови видачі ліцензії для провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії затверджено Рішенням НКЦПФР від 26.05.2006 року № 345.

НКЦПФР у встановленому нею порядку видає ліцензії на такі види діяльності на ринку цінних паперів:

- брокерська діяльність;
- дилерська діяльність;
- андеррайтинг;
- діяльність з управління цінними паперами;
- діяльність з управління активами;
- діяльність з управління іпотечним покриттям;
- депозитарна діяльність депозитарію цінних паперів;
- депозитарна діяльність зберігача цінних паперів;
- діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку;
- розрахунково-клірингова діяльність.

Отже, на ринку цінних паперів визначено чотири види діяльності та одинадцять ліцензій на ці види діяльності.

Професійна діяльність учасників фондового ринку, крім депозитаріїв і фондових бірж, здійснюється за умови членства щонайменше в одній саморегулювальній організації (СРО).

Попри це, фондовий ринок України характеризується надмірною кількістю професійних учасників. Це спричинено відносно низькими вимогами для отримання ліцензій і слабкими регуляторними вимогами стосовно провадження професійної діяльності, що, як наслідок, негативно позначається на якості послуг, які надаються професійними учасниками фондового ринку України.

Зростання українського фондового ринку зумовлює об'єктивну потребу в ширшому використанні потенціалу саморегулювальних організацій на принципово нових засадах саморегулювання як у сфері посилення ролі професійних учасників фондового ринку у його подальшій розбудові, так і у сфері покращення взаємодії СРО і НКЦПФР.

Торговці цінними паперами (в інших країнах їх називають брокерами та дилерами) є професійними учасниками фондового ринку, які здійснюють посередницьку діяльність при укладанні угод з цінними паперами.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку провадиться торговцями цінними паперами — господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є винятковим видом діяльності, а також банками. Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами включає:

- брокерську діяльність;
- дилерську діяльність;
- андеррайтинг;
- діяльність з управління цінними паперами.

Брокерська діяльність — укладання торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

Торговець цінними паперами може виступати поручителем або гарантом виконання зобов'язань перед третіми особами за договорами, що укладаються від імені клієнта такого торговця, отримуючи за це винагороду, що визначається договором торговця цінними паперами з клієнтом.

Дилерська діяльність — укладання торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого

імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

Андеррайтинг — розміщення (передплата, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Ця діяльність полягає в наданні емітенту послуг з організації розміщення цінних паперів.

У разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань.

Діяльність з управління цінними паперами — діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного терміну на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб¹.

Торговець цінними паперами зобов'язаний подавати на обрану ним фондову біржу інформацію про всі вчинені ним правочини з цінними паперами в строки і порядку, що визначені правилами фондової біржі.

Не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами:

- розміщення емітентом власних цінних паперів;
- викуп емітентом власних цінних паперів;
- проведення юридичними особами та фізичними особами — підприємцями розрахунків із використанням векселів та/або заставних;
- провадження юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі — продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на провадження брокерської діяльності, а також на підставі дого-

¹ Детальніше про професійну діяльність з торгівлі цінними паперами див.: Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 року № 3480-IV, ст. 17.

ворів купівлі — продажу або міні, укладених безпосередньо з торговцем цінними паперами;

— внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб.

Без участі торговця цінними паперами можуть здійснюватися такі операції:

- дарування та спадкування цінних паперів;
- операції, пов'язані з виконанням рішення суду;
- придбання акцій відповідно до законодавства про приватизацію.

Особливості укладання договорів, пов'язаних з переходом права власності на емітовані банками акції, визначаються Законом України «Про банки і банківську діяльність».

Діяльність з управління активами інституціональних інвесторів — професійна діяльність учасника фондового ринку — компанії з управління активами; що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституціональних інвесторів. Діяльність з управління активами інституціональних інвесторів регулюється спеціальним законодавством.

Депозитарна діяльність провадиться учасниками фондового ринку відповідно до законодавства про депозитарну систему України¹.

Обслуговування ринку цінних паперів здійснюється Національною депозитарною системою, яка складається з 2 рівнів.

Нижній рівень — це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Верхній рівень — Національний депозитарій і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів і здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначає **діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів** як збирання, фіксацію, оброблення, зберігання та надання даних, що становлять систему реєстру власників іменних цінних паперів, їх емітентів і власників, та здійснення інших функцій, передбачених законодавством.

Особа, що веде Реєстр, називається реєстроутримувачем. Реєстроутримувачі (реєстратори) здійснюють облік і фіксацію права власності на цінні папери і перехід його від однієї особи до іншої. Реєстрація права власності забезпечується внесенням відповідних записів до реєстрів акціонерів.

¹ Див. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року № 710/97.

Реєстроутримувач — це емітент, що має ліцензію на ведення реєстру власників випущених ним іменних цінних паперів, або реєстратор, зберігач активів інституту спільного інвестування або компанія з управління активами корпоративного інвестиційного фонду відкритого типу.

Реєстратор — юридична особа — суб'єкт підприємницької діяльності, який одержав у встановленому порядку дозвіл (ліцензію) на ведення реєстру власників іменних цінних паперів.

Права та обов'язки реєстратора власників іменних цінних паперів в Україні регламентовані Положенням про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, затверджених Рішенням НКЦПФР № 1000. Дія цього Положення поширюється на облік прав власності на іменні цінні папери, **випущені в документарній формі**: акції, облігації підприємств, облігації місцевих позик, інвестиційні сертифікати, іпотечні сертифікати, сертифікати фонду операцій з нерухомістю (далі — ФОН), зареєстровані відповідно до законодавства України. Оскільки з 29.10.2010 року акціонерні товариства України відповідно до вимог Закону України «Про акціонерні товариства» мали перевести випущені ними акції в бездокументарну форму, то сфера дії цього положення на сьогодні є достатньо обмеженою.

Емітент може вести **власний реєстр** власників іменних цінних паперів самостійно за наявності відповідної ліцензії НКЦПФР. Обмеження:

- кількість власників іменних цінних паперів у сукупності всіх випусків цінних паперів не повинна перевищувати граничної кількості, визначеної НКЦПФР (станом на 1 січня 2007 року — 150 осіб)¹;

- діяльність з ведення власного реєстру власників іменних цінних паперів емітентом має бути передбачена його статутом;

- реєстратор, організаційно-правовою формою якого є акціонерне товариство, не може вести власного реєстру власників іменних цінних паперів [113].

Реєстр власників іменних цінних паперів (акціонерів) — складений реєстратором на певну дату список власників іменних цінних паперів (акціонерів) і номінальних утримувачів. Реєстр є одним із основних корпоративних документів товариства. Він дає можливість ідентифікувати акціонерів, а також визначати кількість, номінальну вартість і тип іменних акцій, що їм належать.

¹ Якщо кількість власників перевищує 150, емітент має обрати реєстратора й укласти з ним угоду на ведення реєстру.

Власники акцій отримують статус акціонера і всі пов'язані з цим статусом права лише після того, як відповідні відомості про них буде внесено до реєстру акціонерів.

Доступ до системи реєстру не є вільним. Право на отримання інформації з Реєстру мають: емітент (АТ); зареєстровані особи; державні органи в межах наданих їм повноважень.

Акціонерне товариство-емітент має право отримати всю інформацію, що міститься в Реєстрі, пов'язану з випущеними ним цінними паперами. Інформація надається лише уповноваженим особам емітента (АТ) за належно оформленим письмовим зверненням.

Зареєстрована особа має право на отримання лише тієї інформації, що міститься на її особовому рахунку, тобто акціонер може одержати інформацію тільки про належні йому акції та операції, що проводилися з ними. Інформація про інших акціонерів не надається.

Доступ державних органів до системи реєстру здійснюється відповідно до чинного законодавства, на підставі письмового запиту, підписаного керівником та завіреного печаткою. Уповноважені особи державних органів та установ мають право на отримання інформації із системи реєстру в межах їхніх повноважень, визначених чинним законодавством України¹.

Депозитарій цінних паперів — це юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг і розрахунки.

Депозитарна діяльність — надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включно з клірингом та розрахунком за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Зберігач — це комерційний банк або торговець цінними паперами, який має дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунку у цінних паперах як щодо тих, що належать йому цінних паперів, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунку в цінних паперах; при цьому зберігач не може вести реєстр власників цінних паперів, щодо яких він здійснює угоди.

Зберігачі цінних паперів мають право на знерухомилення (депонування) цінних паперів (сертифікатів цінних паперів), випущених у документарній формі, у власних сховищах і забезпечують

¹ Детальніше про діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів див.: *Фролова Т.О., Римар Т.В.* Ведення реєстрів власників іменних цінних паперів : Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2008. — 408 с.

їх подальший обіг у бездокументарній формі у вигляді записів на рахунках у цінних паперах.

Депонентами зберігачів цінних паперів, окрім власників цінних паперів, можуть бути емітенти та юридичні особи, що здійснюють спільне інвестування в цінні папери, а також торговці цінними паперами, що одержали дозвіл на депозитарну діяльність як зберігачі цінних паперів.

Депозитарії (зберігачі) та клірингові організації забезпечують облік цінних паперів і рух грошових коштів і цінних паперів між учасниками фондового ринку. Клірингові організації ведуть облік взаємних зобов'язань операторів на фондовому ринку. Після визначення взаємних зобов'язань банки забезпечують рух грошових коштів від покупця до продавця, а депозитарії — рух цінних паперів від продавця до покупця. За централізованої депозитарної системи центральний депозитарій веде рахунки зберігачів (депозитаріїв нижнього рівня), які, своєю чергою, ведуть рахунки власників цінних паперів. За децентралізованої депозитарної системи депозитарії ведуть рахунки власників цінних паперів безпосередньо.

Відмінності у функціях депозитаріїв (зберігачів) і реєстраторів полягають у тому, що:

- реєстратори діють за дорученням емітента і ведуть облік усіх акціонерів, що володіють емітованими ним цінними паперами;
- депозитарії (зберігачі) діють за дорученням інвестора і ведуть облік цінних паперів різних емітентів, що йому належать. Вони також беруть участь в розрахунках за угодами купівлі-продажу цінних паперів.

На верхньому рівні депозитарної системи України функціонують три **депозитарії**: Національний депозитарій України (НДУ), Всеукраїнський депозитарій цінних паперів і депозитарій Національного банку України (рис. 3.4).

НДУ створено з метою забезпечення функціонування єдиної системи депозитарного обліку у формі відкритого акціонерного товариства за участю держави та інших учасників ринку, переважно за державні кошти.

Приватне акціонерне товариство «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (ВДЦП) було створене у 2008 році. ВДЦП є правонаступником Відкритого акціонерного товариства «Міжрегіональний фондовий союз» (МФС), яке було створене у 1997 році для надання депозитарних послуг на фондовому ринку. Об'єднання МФС і ВДЦП відбулось у 2009 році.

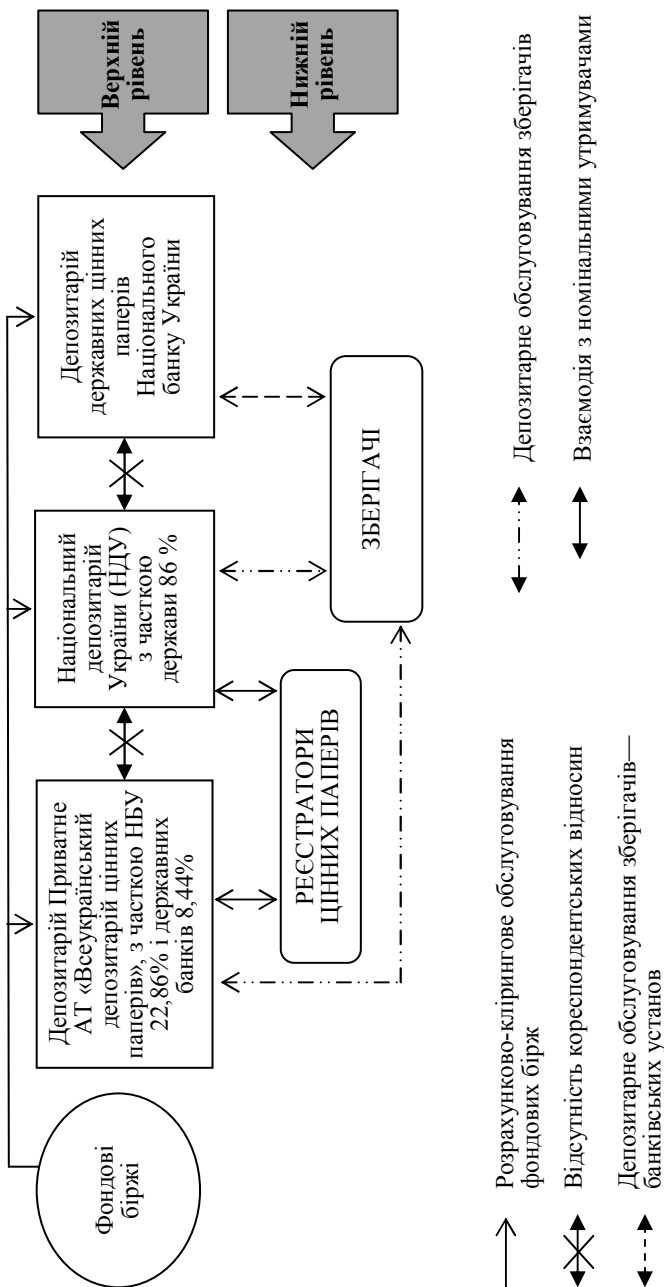


Рис. 3.4. Функціонує в Україні дворівнева депозитарна система

Сьогодні ВДЦП є найбільшим і найпотужнішим розрахунково-кліринговим депозитарієм в Україні. ВДЦП обслуговує розрахунки за принципом «поставка проти оплати» (delivery versus payment — DVP) на всіх українських біржових майданчиках. Загальна кількість таких угод щомісячно сягає десятків тисяч, а їх загальна вартість значно перевищує мільярд гривень. Послугами ВДЦП користується більше трьох тисяч емітентів і трьохсот зберігачів цінних паперів. Станом на 31 грудня 2009 року Депозитарієм ВДЦП обслуговувалися цінні папери номінальною вартістю 373 млрд грн.

У ВДЦП створена й запроваджена комп'ютерна депозитарна система, учасниками якої є ліцензовані в Україні зберігачів цінних паперів. Кожному зберігачу доступна інформаційна система, яка забезпечує автоматизоване ведення рахунків у цінних паперах клієнтів зберігачів, виконання зберігачами облікових операцій за ними, обслуговування обігу цінних паперів і електронний зв'язок із депозитарієм. Електронні документи, що обіртаються в цій системі, відповідають вимогам міжнародного стандарту ISO/CD 10962.

Крім НДУ та ВДЦП, депозитарну діяльність на фондовому ринку в Україні здійснюють також зберігачі цінних паперів, до складу яких належать банки та торгівці цінними паперами, що отримали ліцензію на проведення такої діяльності.

З метою обслуговування розміщення та обігу державних цінних паперів Національний банк України створив у 1996 році спеціалізований електронний депозитарій. Як учасник Національної депозитарної системи Національний банк України виконує функції як депозитарію, так і зберігача державних цінних паперів стосовно двох своїх клієнтів — Фонду гарантування вкладів фізичних осіб і Державного казначейства України, які визначені чинним законодавством України.

Але, на жаль, депозитарна система України на сьогодні є недосконалою, що є однією з вагомих причин недостатнього розвитку фондового ринку, невисокого, порівняно з країнами Центральної та Східної Європи, співвідношення капіталізації та обсягів біржових торгів до величини ВВП країни. Динаміка біржового фондового ринку України поки що не відповідає об'єктивним процесам і тенденціям функціонування та розвитку національної економіки. Її цілісності заважає слабка взаємодія фондових бірж з інституціями виконання біржових договорів. Відсутність досконалих механізмів клірингу створює додаткові труднощі як для учасників ринку, інвесторів, так і для держави в цілому.

Сформована в Україні децентралізована дворівнева депозитарна система, паралельне існування кількох систем депозитарного обліку, створених кожним депозитарієм і Національним банком України, за умов, коли зберігачі цінних паперів повинні підтримувати зв'язок з інформаційною системою кожного депозитарію та відповідати його вимогам щодо технічного та програмного забезпечення, призводить до збільшення організаційних, технологічних і фінансових витрат професійних учасників ринку та інвесторів, у тому числі держави, збільшення ризиків у процесі функціонування системи загалом. Вагомим недоліком депозитарної системи України є також відсутність її належної інтеграції з міжнародними депозитарними установами, що стримує доступ українських підприємств та інвесторів на міжнародні ринки капіталу.

З огляду на зазначене, вкрай важливою є модернізація депозитарної системи України, системи клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів, перспективи здійснення якої унаочнено на рис. 3.5. Формат її проведення передбачений підготовленою НКЦПФР Програмою розвитку фондового ринку України на 2011—2015 роки. Зокрема, формування єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів передбачено здійснити шляхом створення та налагодження функціонування Центрального депозитарію цінних паперів, а також передачу функції з депозитарного обслуговування обігу державних цінних паперів від НБУ до Центрального депозитарію.

Також така модернізація вимагає уніфікації системи обліку прав власності на цінні папери, зокрема, шляхом: 1) технологічної консолідації реєстраторів власників іменних цінних паперів і зберігачів цінних паперів у депозитарні установи як єдині потужні суб'єкти, відповідальні за облік прав на цінні папери та прав за цінними паперами; 2) унеможливлення появи «подвійних реєстрів» шляхом законодавчого закріплення функції із складання реєстрів власників іменних цінних паперів за Центральним депозитарієм із наданням права емітенту цінних паперів самостійно визначати відповідальну особу за надання йому реєстру власників іменних цінних паперів. Удосконалення системи клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів передбачено здійснити шляхом: 1) законодавчого врегулювання статусу центрального контрагента; 2) створення механізму ефективного клірингу за договорами щодо цінних паперів, укладених на фондових біржах; 3) створення механізмів зменшення ризиків несвочасного виконання або не виконання зобов'язань сторонами договорів щодо цінних паперів, укладених на фондових біржах, у тому числі створення гарантійного фонду.



Рис. 3.5. Перспективний формат депозитарної системи України

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку — діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозиції, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі. Організаторами торгівлі є фондові біржі, що відповідають вимогам Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Для здійснення своєї діяльності фондові біржі мають підтримувати власний капітал у розмірі, не меншому ніж 3 мільйони

гривень, а для фондових бірж, що здійснюють кліринг і розрахунки, — не меншому за 6 мільйонів гривень.

Відповідно до ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»:

- організатор торгівлі забезпечує здійснення торгівлі не лише цінними паперами, а й фінансовими інструментами, такими як похідні (деривативи), інструменти грошового обігу тощо;

- організатор торгівлі має право здійснювати також кліринг і розрахунки за договорами щодо фінансових інструментів, тобто може отримати ліцензію на здійснення розрахунково-клірингової діяльності.

Від самого початку фондова біржа розглядалася як організоване місце для торгівлі цінними паперами із виконанням таких завдань: перше полягає в тому, щоб надати місце для торгівлі (реальне або віртуальне — комп'ютерна мережа); друге — встановлення рівноважної біржової ціни; третє завдання полягає в тому, що біржа має не лише акумулювати тимчасово вільні грошові кошти, а й перерозподіляти їх; четверте — забезпечення гласності, відкритості біржових торгів; п'яте — забезпечення арбітражу; шосте — забезпечення гарантій виконання угод, укладених у біржовому залі; сьоме завдання біржі полягає в розробленні етичних стандартів і кодексу поведінки учасників біржової торгівлі.

До основних *функцій* фондової біржі належать:

- мобілізація і концентрація вільних грошових коштів і накопичень за допомогою продажу цінних паперів;

- кредитування та фінансування державних та інших господарських суб'єктів за допомогою купівлі їхніх цінних паперів;

- забезпечення високого рівня ліквідності інвестицій у цінні папери;

- поширення інформації про товари і фінансові інструменти, їхні ціни й умови обігу;

- підтримка професіоналізму торгових і фінансових посередників;

- вироблення біржових правил;

- індикація стану економіки, її товарних сегментів і фондового ринку;

- ринкове ціноутворення [44, с. 97].

Відповідно до чинного національного законодавства, **фондова біржа** утворюється та діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єд-

нання торговців цінними паперами, та провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення діяльності юридичних осіб, з особливостями, визначеними Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток і не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками).

Фондова біржа утворюється не менш як двадцятьма засновниками — торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднанням, що налічує не менш як двадцять торговців цінними паперами. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою за 5 відсотків статутного капіталу фондової біржі. Фондова біржа має право провадити діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку з моменту отримання ліцензії Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Щодо організації торгівлі на фондовій біржі, то законодавством передбачено, що фондова біржа створює організаційні умови для укладання договорів з цінними паперами шляхом котирування цінних паперів на підставі даних попиту і пропозицій, отриманих від учасників торгів на фондовій біржі.

У торгах на фондовій біржі мають право брати участь члени фондової біржі та інші особи відповідно до законодавства.

Торгівля на фондовій біржі здійснюється за правилами фондової біржі, які затверджуються біржовою радою та реєструються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Членами фондової біржі можуть бути винятково торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти фондової біржі. Членство у фондовій біржі припиняється в разі анулювання ліцензії на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, виданої торгівцю цінними паперами.

Правила фондової біржі складаються з порядку:

- ♦ організації та проведення біржових торгів;
- ♦ лістингу та делістингу цінних паперів;
- ♦ допуску членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів;
- ♦ котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу;
- ♦ розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення;

♦ розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством;

♦ здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі;

♦ накладення санкцій за порушення правил фондової біржі.

Правила фондової біржі передбачають наявність допуску (лістингу) цінних паперів до офіційного й неофіційного котирування. Умовами допуску визначаються вимоги, згідно з якими в офіційному котируванні мають перебувати цінні папери, емітенти яких задовольняють певним економічним і фінансовим критеріям, встановленим біржею (фінансова стійкість і певні розміри активів емітента, масовість цінного папера як однорідного й стандартного товару, масовість попиту, чітко виражене коливання цін, можливість гарантії поставки тощо) та регулярно поширюють інформацію про свою діяльність.

Практичне застосування процедура лістингу набула в підрахунку біржових індексів, розроблених різноманітними інформаційними агентствами, інвестиційними чи брокерськими фірмами. Біржові індекси є ключовими показниками для стратегічного вимірювання, дослідження і прогнозування як загального становища фондового ринку, так і ситуації в окремих галузях і в економіці загалом. Вони фіксують зміну курсів акцій, що обертаються на фондових біржах.

Найвідомішим фондовим індексом, який щодня публікується у провідних фінансових виданнях розвинених країн, є індекс Доу-Джонса (Dow-Jones Industrial Average (DJIA), розроблений 1897 року), який розраховується за акціями 30 найбільших корпорацій. У Великій Британії найвідомішим є індекс газети «Financial Times» і Лондонської фондової біржі (LSE) — Financial Times — Stock Exchange Index (FTSE), що враховує курси акцій 100 головних британських компаній. У Японії за акціями 225 компаній розраховують індекс «Ніккей» (Nikkei) [44, с. 98—99].

Оскільки фондові індекси характеризують стан і тенденції на окремому фондовому ринку (біржовому, регіональному, національному, міжнародному), кожен такий ринок (фондова біржа) розраховує свій індекс. Фондові індекси не лише дають узагальнену картину стану ринку цінних паперів, а й використовуються з метою його аналізу і прогнозування.

Фондовий індекс в Україні розраховується фондовою біржею «Перша фондова торговельна система» (ПФТС) та Українською біржею (UX).

Характерною особливістю розвитку українського фондового ринку було і залишається випередження обсягів торгів на неорганізованому ринку порівняно з організованим. Так, частка організованого ринку 2009 року склала 3,6 %, у 2008 р. — 4,3 % і лише у 2010 р. зросла до 10 %. Тому обсяги торгів на організованому ринку були досить незначними. Такій ситуації сприяла недостатня глибина приватизації великих підприємств, що призводить до низької активності на українському ринку цінних паперів стратегічних покупців, а також значна різниця у ціні угод на організованому та позабіржовому ринках.

Позабіржовий ринок — це сфера обігу цінних паперів поза біржею. Здебільшого на цьому ринку відбуваються первинне розміщення та перепродаж цінних паперів тих емітентів (у т.ч. у процесі M&A), які не бажають або з об'єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу. Позабіржовий ринок організований дилерами, які можуть бути або не бути членами фондової біржі.

Значення позабіржових ринків у різних країнах відрізняється. В одних державах торгівля поза біржею не відіграє істотної ролі, а в інших навіть заборонена. Водночас у деяких країнах на позабіржовому ринку в обігу перебуває значна маса цінних паперів.

Незважаючи на те, що в країнах із розвинутою економікою фондові біржі все ще відіграють чималу роль в організації обігу цінних паперів, значення біржі та біржових механізмів купівлі-продажу фондових цінностей постійно зменшується.

Закономірністю розвитку організаційних форм фондового ринку є поступове стирання відмінностей між біржовою і позабіржовою формами організації торгівлі цінними паперами, поява різних перехідних форм. Прикладом можуть слугувати так звані «другі», «треті», «паралельні» ринки, що створюються фондовими біржами і що перебувають під їхньою регулювальною дією. Подібні ринки функціонують з 1980-х років у найважливіших європейських центрах торгівлі цінними паперами. Їх виникнення було зумовлене прагненням фондових бірж розширити свій ринок, бажанням створити впорядкований регульований ринок цінних паперів для фінансування невеликих і середніх компаній, що є носіями найсучасніших технологій.

Тому такі ринки порівняно з біржовим висуюють нижчі вимоги до якості цінних паперів, включають акції малих і середніх компаній, але при цьому підтримують регулярність торгівлі, котирування, єдність правил тощо.

З іншого боку, із позабіржового обігу виникають системи торгівлі цінними паперами, комунікації, що ґрунтуються на сучас-

них засобах і комп'ютерних технологіях. Ці системи є подібністю територіально розподіленої електронної біржі. Вони мають свої правила організації торгівлі, допуску цінних паперів на ринок (лістинг), відбору учасників тощо.

3.3. Відносини корпорацій з органами державної влади

Державне регулювання діяльності корпорацій — це система заходів законодавчого, виконавчого та контролюючого характеру, які здійснюються правомочними державними та громадськими організаціями з метою приведення діяльності корпорацій у відповідність із нормами чинного законодавства та міжнародного права, основними засадами соціально-економічної політики держави, інтересами суспільства. Для корпорацій, як суб'єктів фондового ринку, держава має забезпечити наявність відповідних законів і підзаконних актів, які регулюють правила випуску та обігу цінних паперів, реєстрації та захисту прав інвесторів, прозорість здійснення операцій на фондовому ринку. Належна нормативно-правова база створює умови для зменшення ризиків учасників ринку за операціями з цінними паперами, розвитку чесної конкуренції, зростання ринкової капіталізації вітчизняного фондового ринку та економічного зростання держави. Таким чином, система державного регулювання фондового ринку є важливим фактором збільшення інвестиційної привабливості економіки України. Основні напрямки державного регулювання фондового ринку України представлено на рис. 3.5.

Державне регулювання діяльності корпорацій здійснюється системою відповідних державних органів. Очолює цю систему державних органів ***Верховна Рада України*** як єдиний законодавчий орган, що здійснює державне регулювання шляхом ухвалення законів — нормативно-правових актів вищої юридичної сили. Законами визначаються як загальні питання, що стосуються діяльності акціонерних товариств (правовий режим власності, правові засади і гарантії підприємництва, правила конкуренції та норми антимонопольного регулювання (ч. 7, 8 ст. 92 Конституції України), так і питання, що безпосередньо стосуються діяльності акціонерних товариств: правовий статус юридичних осіб, акціонерних товариств, порядок державної реєстрації юридичних осіб, питання управління акціонерним товариством, правовий режим цінних паперів, умови функціонування національної депозитарної системи тощо.



Рис. 3.5. Основні напрямки державного регулювання фондового ринку України

Державне регулювання діяльності акціонерних товариств також здійснює **Президент України** як голова держави шляхом прийняття відповідних указів економічного характеру. Важливе значення у сфері регулювання підприємницької діяльності взагалі має Указ Президента «Про запровадження єдиної державної регуляторної політики у сфері підприємництва» від 22.01.2000 року № 89, ухвалений з метою недопущення звуження змісту та обсягу права громадян на підприємницьку діяльність і запровадження ефективного державного регулювання у сфері підприємництва. Вагоме значення мають також Укази Президента «Про корпоратизацію підприємств», «Про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації», «Про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність», «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України», «Про затвердження Програми розвитку фондового ринку України на 2011—2015 роки».

У системі органів державного регулювання діяльності акціонерних товариств також виділяється **Кабінет Міністрів України**, який, своєю чергою, очолює систему органів виконавчої влади держави. Відповідно до Конституції Кабінет Міністрів України наділений повноваженнями щодо розроблення та здійснення загальнодержавних програм економічного розвитку, забезпечення проведення фінансової, цінової, інвестиційної та податкової політики, забезпечення рівних умов розвитку всіх форм власності, здійснення управління об'єктами державної власності, спрямування і координації роботи міністерств, інших центральних органів виконавчої влади (ст. 116 Конституції України).

Регулювання діяльності акціонерних товариств Кабінет Міністрів України здійснює через видання постанов. Серед них можна вирізнити постанови «Про управління корпоративними правами держави», «Про затвердження Порядку перетворення у процесі приватизації державних, орендних підприємств і підприємств зі змішаною формою власності у відкриті акціонерні товариства».

Слід звернути увагу на те, що державне регулювання в цій сфері здійснюється також **міністерствами, державними комітетами та іншими центральними органами виконавчої влади** в межах їхніх компетенцій, зокрема, Міністерством економічного розвитку і торгівлі України, Міністерством фінансів України, Фондом державного майна України, Державною податковою службою України тощо.

Також відповідне регулювання у сфері конкуренції та обмеження монополізму здійснюється **Антимонопольним комітетом України**. Стосовно акціонерних товариств регулювання з боку цю-

го органу має важливе значення, адже особливістю даної організаційно-правової форми підприємництва є тяжіння до монополізму. Реорганізація акціонерних товариств у формі злиття та приєднання у випадках і за умов, визначених Законом України «Про захист економічної конкуренції», також потребує попереднього дозволу Антимонопольного комітету України, оскільки це може призводити до економічної концентрації суб'єктів господарювання.

Основною формою здійснення державного регулювання ФР, безумовно, є ухвалення актів законодавства з питань діяльності ринку цінних паперів, що забезпечує вплив на діяльність і поведінку всіх учасників цього ринку та створює необхідний нормативно-правовий базис, у межах якого учасники ринкових взаємовідносин, у тому числі держава та її уповноважені органи, реалізують свої права, обов'язки, повноваження та інтереси.

Регулювання ринку цінних паперів у нашій державі здійснюється багатьма органами державної влади, що утворюють багаторівневу ієрархічну систему (рис. 3.3).

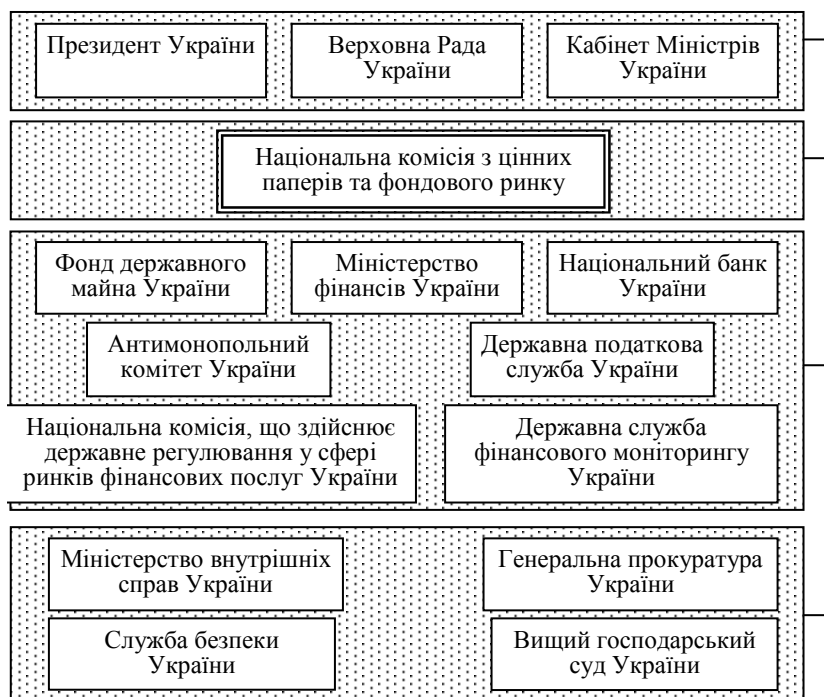


Рис. 3.3. Система органів державного регулювання ринку цінних паперів

Верхній рівень органів державного регулювання (Президент України, ВРУ, КМУ) визначає напрями державної політики на ринку цінних паперів; займається законотворчою та нормотворчою діяльністю; здійснює керівництво державними органами, які реалізують контроль і нагляд на ринку цінних паперів.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) займається реалізацією державної політики на ринку цінних паперів; здійснює нагляд, контроль і правозастосування на ринку цінних паперів; здійснює державне регулювання та контроль за випуском і обігом цінних паперів і їх похідних на території України, займається вдосконаленням законодавства про ринок цінних паперів, координує діяльність державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів тощо.

Державні органи третього рівня (ФДМУ, Мінфін, НБУ, АКМУ, ДПСУ, Нацфінпослуг, Держфінмоніторинг) здійснюють регулювання та контроль на ринку цінних паперів у межах повноважень, визначених законодавством.

Генеральна прокуратура України, МВС, СБУ та Вищий господарський суд України виконують спеціальні функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства та правозастосування в державі.

Необхідно зауважити, що акціонерні товариства як емітенти цінних паперів та активні учасники фондового ринку підпадають під регулятивний вплив **Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)**, яка є центральним органом виконавчої влади зі спеціальним статусом, підпорядкованим Президентові України і підзвітним Верховній Раді України. НКЦПФР здійснює державне регулювання ринку цінних паперів відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та нормативне регулювання відносин у сфері корпоративного управління в акціонерних товариствах на рівні підзаконних актів.

Ринок ЦП на відміну від інших організованих ринків зазвичай є одним із найбільш жорстко регульованих і регламентованих державними органами ринків. Причиною цього є особливе значення для держави надійності і стабільності системи руху капіталів, які забезпечуються обігом різних видів ЦП і їхніх похідних, у тісному зв'язку цього ринку із законодавчою базою і системою правовідносин власності, що склалися в державі. Фондовий ринок є важливою частиною фінансового ринку, тож його ефективне регулювання є актуальним завданням для розвитку національної економіки.

Регулювання ринку цінних паперів — це впорядкування діяльності всіх його учасників і операцій між ними з боку уповноважених на це органів. Регулювання ринку цінних паперів можна поділити на внутрішнє і зовнішнє.

Внутрішнє регулювання — це підлеглість учасників ринку цінних паперів власним нормативним документам: статуту, правилами здійснення діяльності, стандартам діяльності тощо.

Зовнішнє регулювання — це підлеглість діяльності учасників фондового ринку нормативним актам держави, інших організацій (наприклад, СРО) міжнародним угодам. До зовнішнього регулювання відносять також *громадське регулювання*, тобто вплив суспільства на учасників ринку ЦП із використанням механізму громадської думки. Часто саме реакція широкої публіки є причиною тих чи інших регулятивних дій з боку держави або саморегулюваних організацій.

Державне регулювання ринку здійснюється державними органами, до компетенції яких належить виконання тих чи інших функцій регулювання. Існує також регулювання з боку професійних учасників фондового ринку, або *саморегулювання*.

Сферами регулювання фондового ринку є:

- допуск цінних паперів до публічної торгівлі;
- розкриття інформації емітентами;
- функціонування організаторів торгівлі (фондових бірж і торговельно-інформаційних систем);
- регулювання діяльності професійних учасників ринку, насамперед брокерів і дилерів, та їхніх відносин із клієнтами;
- реклама на фондовому ринку;
- заборона інсайдерської торгівлі та маніпулювання цінами.

Система регулювання має базуватися на таких принципах:

- ◆ захист законних прав та інтересів інвесторів з боку держави;
- ◆ розкриття емітентами інформації, яка необхідна інвесторам для прийняття рішень;
- ◆ рівний доступ учасників ринку до інформації;
- ◆ ціни мають відображати співвідношення попиту і пропозиції;
- ◆ підтримка чесної конкуренції між учасниками ринку;
- ◆ наявність державного органу регулювання зі сталими повноваженнями;
- ◆ сприяння розвитку ринку та інноваціям у сфері цінних паперів.

Необхідність створення спеціального державного органу, що забезпечує реалізацію єдиної державної політики на ринку цінних паперів України, була підтверджена Концепцією функціону-

вання і розвитку фондового ринку, яку 22 вересня 1995 року схвалила Верховна Рада України.

У жовтні 1996 року Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» встановлюється, що державне регулювання зазначеного ринку здійснює **НКЦПФР**, визначаються її повноваження та права.

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» здійснюється в таких *формах*:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності ринку ЦП;
 - регулювання випуску та обігу ЦП, прав та обов'язків учасників ринку ЦП;
 - видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку ЦП і забезпечення контролю за такою діяльністю;
 - заборона та призупинення на певний термін (до одного року) професійної діяльності на ринку ЦП у разі відсутності ліцензії на цю діяльність і притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності;
 - реєстрація випусків (емісій) ЦП та інформації про випуск (емісію) ЦП;
 - контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;
 - створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;
 - контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;
 - встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів і контроль за їх дотриманням;
 - контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;
 - контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів;
 - проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.
- Державне регулювання ринку цінних паперів, відповідно до зазначеного Закону, здійснюється з *метою*:
- реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних;

- створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;

- отримання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги і характер угод із цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;

- забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів;

- гарантування прав власності на цінні папери;

- захисту прав учасників фондового ринку;

- інтеграції у європейський і світовий фондові ринки;

- дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства;

- запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів;

- контролю за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів.

Завдання і повноваження регулювального органу

НКЦПФР підпорядковується Президенту України і підзвітна Верховній Раді України. Комісія утворюється у складі голови та шести членів Комісії які призначаються та звільняються Президентом України за погодженням з Верховною Радою України (рис. 3.6). Термін повноважень голови та членів Комісії — сім років. Рішення Комісії вважається прийнятим, якщо за нього подано не менше п'яти голосів.

Основними завданнями Комісії є:

1. Формування і забезпечення реалізації єдиної державної політики з розвитку і функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, сприяння переходу національного ринку цінних паперів на міжнародні стандарти.

2. Координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних.

3. Здійснення державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів і їх похідних на території України, дотримання законодавства в цій сфері.

4. Захист прав інвесторів шляхом вжиття заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення чинного законодавства в межах своїх повноважень.



Рис. 3.6. Базові структурні підрозділи центрального апарату Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (за даними інтернет-сайту Комісії www.nssmc.gov.ua)

5. Сприяння розвитку ринку цінних паперів.

6. Узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розробка пропозицій з його вдосконалення.

НКЦПФР утворила 10 регіональних управлінь, які здійснюють контроль за дотриманням у відповідному регіоні законодавства, проводять розгляд справ про порушення цього законодавства, а також вживають заходів, спрямованих на запобігання таким порушенням. Крім того, територіальні органи здійснюють дієвий контроль за емітентами, реєстраторами, торговцями цінними паперами та іншими суб'єктами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів.

Ринок цінних паперів є особливою складовою фінансового ринку; процеси, пов'язані з випуском цінних паперів охопили більшість регіональних, функціональних та інституціональних сегментів економіки країни.

Останнім часом в економіці України відбулися суттєві зміни у структурі та обсягах капіталу, що зумовило необхідність вироблення міжнародних стандартів, які допомогли б визначити інвестиційну привабливість підприємств, побудувати систему їх ефективного управління та контролю. Усе це посприяло розвитку та становленню корпоративного управління як самостійного економіко-правового інституту, системи, через яку спрямовуються та контролюються акціонерні товариства.

Поки що кількість корпоративних конфліктів в Україні залишається значною. Джерела проблеми ті самі — недосконалість управління акціонерним товариством, незахищеність прав акціонерів, відсутність надійних механізмів реєстрації переходу права власності, і пов'язані, перш за все, із низьким рівнем корпоративної культури, невідповідністю наявної практики корпоративного управління загальноприйнятим принципам.

Зараз у скаргах гостро постає проблема щодо порушення емітентом прав акціонерів при проведенні додаткових емісій. Узагалі додатковий випуск акцій розглядається не як спосіб залучення інвестицій, а як засіб боротьби за контроль над товариством шляхом «розмивання» часток небажаних акціонерів.

Важливою проблемою залишається порушення прав акціонерів шляхом розпродажу всіх активів товариства, прийняття рішення від імені товариства правлінням про створення будь-якої іншої юридичної особи та передання їй усіх активів.

Серед типових порушень емітентами вимог чинного законодавства необхідно назвати нездійснення загального повідомлення

про проведення загальних зборів акціонерів у місцевій пресі і в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України чи НКЦПФР; ігнорування виконавчим органом вимог акціонерів, що володіють у сукупності більш як 10 % голосів, щодо скликання загальних зборів або включення до порядку денного загальних зборів додаткових питань; порушуються вимоги щодо періодичності проведення щорічних загальних зборів акціонерів.

НКЦПФР своїми нормативними актами намагається доповнити національне законодавство нормами, які б урегулювали принаймні основні проблемні питання в сфері корпоративного управління.

Інтернаціоналізація фондових ринків змушує національні регулювальні органи докласти зусиль для розвитку двосторонніх і багатосторонніх офіційних зв'язків з іноземними органами нагляд у контролю з метою створення системи міжнародної співпраці у сфері запобігання та переслідування шахрайств із фінансовими ресурсами, регулювання фондових ринків та інвестиційної діяльності на них, розкриття інформації, забезпечення її прозорості та достовірності.

Найпоширенішим інструментом такої міжнародної співпраці є так звані меморандуми про взаємодію між уповноваженими регуляторними органами держав.

Певні функції наднаціонального органу регулювання виконує **Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO)** зі штаб-квартирою в Монреалі. IOSCO була створена 1974 року як Міжамериканська асоціація Комісій з цінних паперів. Ця організація, членами якої є регулятивні органи фондових ринків країн-учасниць, на початку 1990-х років переважно виконувала функції інформаційно-координаційного центру. Сьогодні це впливова й авторитетна міжнародна організація, яка координує діяльність світового ринку капіталів та об'єднує комісії з цінних паперів понад 120 країн світу. Україна є членом IOSCO з 18 вересня 1996 року.

Головними завданнями IOSCO є:

- розроблення стандартів регулювання діяльності на фондових ринках;
- обмін інформацією для прискорення розвитку національних ринків;
- розроблення стандартів нагляду за міжнародними операціями із цінними паперами.

Рекомендації Групи Тридцяти. Для усунення бар'єрів у міжнародній торгівлі цінними паперами представники (експерти) 30

ринків об'єднали свої зусилля й у 1978 році утворили зазначену групу як незалежну недержавну некомерційну організацію, що дістала назву «Група Тридцяти» (Г-30).

Упродовж 2007 року співпраця НКЦПФР з IOSCO здійснювалася з метою започаткування підписання Багатостороннього меморандуму про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва й обміну інформацією IOSCO.

Міжнародна діяльність Комісії здійснюється відповідно до загальнодержавної політики у сфері зовнішніх відносин, зорієнтованої на запровадження в Україні світових стандартів регулювання економіки та розширення співпраці з Європейський Союзом у рамках програми інтеграції України до ЄС.

Здійснюється співробітництво НКЦПФР з Проектом Розвитку ринків капіталу в рамках Протоколу про співпрацю і технічну допомогу Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку України з боку компанії Financial Markets International Inc./Проекту розвитку ринків капіталу, фінансованого USAID.

РЕЗЮМЕ

Емітент (в особі своїх органів управління) та його акціонери окреслюють коло *внутрішніх учасників* корпоративних відносин. *Зовнішніми учасниками* корпоративних відносин є окрема група учасників, які здійснюють обслуговування діяльності з цінними паперами того чи іншого товариства, так звані *інститути ринкової інфраструктури*.

Фондовий ринок (ринок цінних паперів) — це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів). До учасників фондового ринку належать емітенти, інвестори, саморегулювальні організації та професійні учасники фондового ринку. На фондовому ринку здійснюються такі види *професійної діяльності*: діяльність з торгівлі цінними паперами; діяльність з управління активами інституціональних інвесторів; депозитарна діяльність; діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Фондова біржа створює організаційні умови для укладання договорів з цінними паперами шляхом котирування цінних паперів на підставі даних попиту і пропозицій, отриманих від учасників торгів на фондовій біржі. У торгах на фондовій біржі мають право брати участь члени фондової біржі та інші особи відповід-

но до законодавства. Правила фондової біржі передбачають наявність допуску (лістингу) цінних паперів до офіційного й неофіційного котирування. Біржові індекси є ключовими показниками для стратегічного вимірювання, дослідження і прогнозування як загального становища фондового ринку, так і ситуації в окремих галузях і в економіці загалом. Вони фіксують зміну курсів акцій, що обертаються на фондових біржах.

Позабіржовий ринок — це сфера обігу цінних паперів поза біржею. Здебільшого на цьому ринку відбуваються первинне розміщення та перепродаж цінних паперів тих емітентів, які не бажають або з об'єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу.

Регулювання ринку цінних паперів — це впорядкування діяльності всіх його учасників (емітентів, інвесторів, професійних учасників ринку ЦП) і операцій між ними з боку уповноважених на це органів. Державне регулювання зазначеного ринку здійснює *Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку*, визначаються її повноваження та права.

ТЕРМІНИ ТА ПОНЯТТЯ ДО ТЕМИ

Акція — іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включно з правом на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та правом на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, правом на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Депозитарна діяльність — надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включно з клірингом та розрахунками за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку — діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації

стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладання і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі. Організаторами торгівлі є **фондові біржі**, що відповідають вимогам Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Емісійні цінні папери — цінні папери, що посвідчують однакові права їхніх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент).

Емітент цінних паперів — юридична особа, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їхніми власниками.

Зберігач — це комерційний банк або торговець цінними паперами, який має дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунку у цінних паперах як щодо тих, що належать йому цінних паперів, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунка в цінних паперах; при цьому зберігач не може вести реєстр власників цінних паперів, щодо яких він здійснює угоди.

Інвестори в цінні папери — фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

Позабіржовий ринок — це сфера обігу цінних паперів поза біржею. Здебільшого на цьому ринку відбуваються первинне розміщення та перепродаж цінних паперів тих емітентів, які не бажають або з об'єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу. Позабіржовий ринок організований дилерами, які можуть бути або не бути членами фондової біржі.

Професійна діяльність на фондовому ринку — це діяльність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, визначеним що до такої діяльності Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» і законодавством.

Професійні учасники фондового ринку — юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої НКЦПФР, проводять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України.

Регулювання ринку цінних паперів — це впорядкування діяльності всіх його учасників і операцій між ними з боку уповноважених на

це органів. Регулювання ринку цінних паперів можна поділити на внутрішнє і зовнішнє. *Внутрішнє регулювання* — це підлеглість учасників ринку цінних паперів власним нормативним документам: статуту, правилам здійснення діяльності, стандартам діяльності тощо. *Зовнішнє регулювання* — це підлеглість діяльності учасників фондового ринку нормативним актам держави, інших організацій (наприклад, саморегулювальних організацій) міжнародним угодам.

Реєстр власників іменних цінних паперів (акціонерів) — складений реєстратором на певну дату список власників іменних цінних паперів (акціонерів) і номінальних утримувачів.

Реєстратор — юридична особа — суб'єкт підприємницької діяльності, який у встановленому порядку отримав дозвіл на ведення реєстру власників іменних цінних паперів.

Реєстроутримувач — це емітент, що має ліцензію на ведення реєстру власників випущених ним іменних цінних паперів, або реєстратор, зберігач активів інституту спільного інвестування або компанія з управління активами корпоративного інвестиційного фонду відкритого типу.

Фондовий ринок (ринок цінних паперів) — це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Цінні папери — документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передання прав, що впливають із цих документів, іншим особам.

ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Дайте порівняльну характеристику публічних і приватних акціонерних товариств у контексті їх функціонування на ринку цінних паперів.

2. Схарактеризуйте систему державних органів, що здійснюють регулювання діяльності акціонерних товариств в Україні. В якій формі здійснюється державне регулювання?

3. Які зобов'язання виникають у корпорацій у зв'язку з випуском і розміщенням цінних паперів?

4. З якими професійними учасниками на фондовому ринку корпорації (АТ) співпрацюють найчастіше? Чому?

5. Хто має право на отримання інформації з реєстру власників іменних цінних паперів?

6. Які порушення можуть виникати в діяльності корпорацій (АТ) на фондовому ринку України?

7. Які переваги отримує корпорація (АТ) після проходження процедури допуску емітованих ним цінних паперів до офіційного та неофіційного котирування (лістингу)?

8. Чому в Україні кількість корпорацій, що пройшли процедуру лістингу на вітчизняних фондових біржах, є незначною стосовно загальної кількості національних корпорацій (АТ)?

9. У чому полягає проблема існування в Україні значної кількості корпоративних конфліктів?

10. Які Ви вбачаєте напрями формування державної політики на фондовому ринку в контексті сучасного стану розвитку корпоративного управління в Україні?

ЗАВДАННЯ ДЛЯ ІНДИВІДУАЛЬНОЇ РОБОТИ

Завдання 1. Використовуючи статистичні дані щодо соціально-економічного розвитку України за останні 2—3 роки, побудувати графічно та схарактеризувати залежності: 1) капіталізації фондового ринку від ВВП; 2) емісійної активності від темпів економічного зростання; 3) прямих іноземних інвестицій від державного боргу; 4) внутрішніх портфельних інвестицій від доходів населення та юридичних осіб.

Завдання 2. За даними аналітичних звітів НКЦПФР, що розміщені у розділі «Аналітика» на офіційному Інтернет-сайті комісії (<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=15>), проаналізувати перспективи розвитку нових методів приватного інвестування економіки України (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, кредитних спілок).

ОБОВ'ЯЗКОВІ ТА ДОДАТКОВІ ПРАКТИЧНІ ЗАВДАННЯ

Завдання 1. Підготувати пропозиції щодо застосування похідних ЦП для торгівлі продукцією агропромислового, зокрема: а) зерном, б) цукром, в) соняшником і нафтогазового комплексу на товарних біржах.

Завдання 2. Здійснити порівняльний аналіз систем державного регулювання фондового ринку у країнах СНД (не менше 5 країн), обравши такі критерії аналізу: 1) державний регуляторний орган на фондовому ринку; 2) структура і повноваження цього органу; 3) підпорядкованість, 4) наявність і повноваження саморегулювальних організацій; 5) повноваження інших державних органів щодо регулювання фондового ринку; 6) законодавче забезпечення державного регулювання фондового ринку. Оформити результати цього аналізу у вигляді порівняльної таблиці.

ЛІТЕРАТУРА ДЛЯ ПОГЛИБЛЕНОГО ВИВЧЕННЯ МАТЕРІАЛУ:

[2; 9; 10; 24; 29; 44; 66; 89; 96; 112; 113].

