УДК 336.76

Селютіна А. С.
старший викладач кафедри фінансів
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана

Seliutina A. S.
Senior Lecturer of Finance Department
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

РОЗВИТОК НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЇ БАЗИ ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

Анотація. У статті розглянуто проблеми розвитку нормативно-правової бази фондового ринку відповідно до вимог європейського законодавства на прикладі корпоративного управління. Запропоновано етапи процесу імплементації європейського законодавства. Проведено аналіз стану корпоративного управління, виявлено основні проблеми та на основі аналізу практики європейських країн, зокрема з перехідною економікою, запропоновано шляхи їх вирішення.

Ключові слова: фондовий ринок, імплементація, корпоративне управління, емітенти, перехідні економіки, інвестори, моніторинг.

Постановка проблеми. Одним із ключових чинників економічного розвитку будь-якої держави є рівень функціонування фондового ринку, оскільки він є одним із провідних механізмів мобілізації, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів в економіці. Особливості фондового ринку України зумовлені тим, що він розвивається в умовах транзитивної економіки, тому характеризується високим рівнем ризику, низькою ліквідністю та недосконалістю фундаментальних інститутів.

Беручи до уваги євроінтеграційні прагнення України, слід наголосити, що розвиток ефективного фондового ринку має бути одним із пріоритетних напрямів державної політики, оскільки це є однією з вимог для членства в ЄС за Копенгагенськими критеріями.

Спираючись на Угоду про асоціацію з ЄС, у 2015 році було схвалено Стратегію сталого розвитку «Україна – 2020» [1], яка, задля розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС, передбачає реалізацію низки реформ, серед яких має місце реформа фінансового сектору. Таким чином, Україна взяла на себе зобов'язання впровадження європейського законодавства у сфері фондового ринку.

Аналіз основних досліджень і публікацій. Вивченню проблем розвитку фондового ринку в умовах євроінтеграції присвячено чимало робіт вітчизняних науковців. Так, автори загалом акцентують увагу на проблемах, що заважають інтеграції фондового ринку країни до європейського та глобального ринку капіталів. К.В. Клименко вважає за необхідне перебудову більшості складників ринку шляхом реформування нормативно-правової бази. [2] Такої ж думки дотримуються Р.А. Калюжний [3] та М.А. Ричка [6], наголошуючи на імплементації міжнародних правових норм стосовно регулювання ринку цінних паперів в Україні та створенні сприятливого інвестиційного клімату. М.І. Іоргачова доходить висновку, що стримуючі фактори розвитку фондового ринку можуть бути ліквідовані завдяки оптимізації функцій Комісії, запровадженню наявних міжнародних стандартів, але з коригуванням їх щодо вітчизняних особливостей [5]. Л.В. Тєшева акцентує на повільних зрушеннях у системі захисту прав інвесторів та інтеграції в міжнародний фондовий ринок. Для прискорення розвитку фондового ринку, на думку автора, необхідне забезпечення збільшення обсягів торгів на біржах, розвиток інтернет-трейдингу, підвищення активності іноземних інвесторів. [6] Є.А. Поліщук припускає, що інтеграція вітчизняного фінансового ринку до європейського сприятиме підвищенню конкуренції між учасниками, що сприятиме стабільному розвитку ринку загалом [7].

Визначення невирішених раніше частин загальної проблеми. Праці науковців присвячені теоретичним аспектам, розгляду окремих законодавчих нововведень, загальним пропозиціям. Безпосередньо процес упровадження, а також проблеми, пов'язані з ним, потребують уточнення та систематизації.

Формулювання цілей статті. Метою статті є аналіз сутності процесу впровадження законодавства ЕС, розгляд процесу імплементації у сфері фондового ринку на прикладі вже розпочатих програм, виявлення проблем та формулювання пропозицій, щодо їх вирішення.

Виклад основного матеріалу. Досвід розвинених країн світу показує, що широке застосування механізмів фондового ринку з метою активізації інвестиційної діяльності, формування програм залучення внутрішніх і зовнішніх інвестицій з використанням фінансових інструментів дає змогу реалізовувати комплексний підхід у забезпеченні сталого розвитку економіки. Розвиток механізму трансформації заощаджень в інвестиції через фондовий ринок є особливо важливим з наукової та практичної позицій для країн із транзитивною економікою, для яких є характерним витіснення частини заощаджень у тіньову сферу. Тому одним із ключових завдань нинішнього етапу реформування вітчизняної економіки є удосконалення механізму трансформації заощаджень в інвестиції і підвищення ефективності використання національних заощаджень.

У країнах європейської співдружності законодавче регулювання фінансового ринку насамперед покликане забезпечити ефективну конкуренцію на ринку капіталів серед посередників, емітентів та професійних учасників, з одного боку, та транспаранте середовище для інвестування і заощаджень – з іншого.

З метою підвищення якості регулювання фінансових ринків в умовах євроінтеграційних процесів в Україні необхідно оперативно здійснити комплекс реформ, де рушійною силою є приведення законодавства та умов функціонування фондового ринку у відповідність до євродиректив. Проте, на нашу думку, запорукою успіш-

них реформ є не лише досконала адаптація законодавства, а саме якість упровадження закону, або імплементації.

Вважаємо за необхідне насамперед звернутися до сутності терміна «імплементація». Часто, особливо в контексті євроінтеграції, його використовують у вузькому значенні як визначення процесу транспонування законодавства ЄС. Загалом імплементація є процесом упровадження норм міжнародного права у національну правову систему шляхом їх відтворення внутрішнім законодавством, за допомогою проведення органами державної влади широкого комплексу заходів організаційного характеру, спрямованих на безпосередню реалізацію міжнародно-правових норм. [9] Оскільки цей процес передбачає тлумачення, практику застосування, забезпечення дотримання та виконання норм права органами державної влади, то мають бути визначені механізм реалізації, черговість дій, процедури [10]. Етимологія слова «імплементація» (лат. impleo – наповнюю, виконую) вказує на охоплення ним таких категорій, як «виконання», «реалізація», «дотримання», тож імплементація завжди пов'язана з принципом сумлінного виконання міжнародних зобов'язань [11].

Отже, бачимо, що процес імплементації включає не тільки наближення законодавства, але й безпосереднє його виконання. Сформулюємо умовні етапи процесу імплементації.

Відповідальним виконавцем заходів з імплементації актів ЄС у сфері фондового ринку є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі НКЦПФР). [12] Тож НКЦПФР у межах компетенції було розроблено та оприлюднено плани імплементації актів ЄС, зокрема, у таких сферах: корпоративного управління та діяльності акціонерних товариств; пруденційного нагляду та вимог до професійних учасників ринків капіталу; емісії цінних паперів; розкриття інформації; протидії зловживанням на ринках капіталу; діяльності ІСІ [13]. НКЦПФР вже зробила значні успіхи зі впровадження норм європейського законодавства з питань корпоративного управління акціонерних товариств, оскільки, за планом Комісії [14], імплементація вже має бути завершена. Зважаючи на це, вважаємо за доцільне дослідити проблеми імплементації саме у цій сфері.

У 2014 році затверджено принципи корпоративного управління з урахуванням реалій ринку та вимог Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) [13] з метою поступового наближення українського законодавства до правил і рекомендацій Європейського Союзу. Більшість кодексів корпоративного управління в європейських країнах були розроблені в 1990-х роках, а у країнах з транзитивною економікою – у 2000-х, що пов'язано з їх інтеграцією до ЄС. У Європі кодекси керуються принципом «виконуй або поясню» (comply or explain), що є однією з вимог Директиви 2006/46/ЕС [15]. Така вимога поєднує гнучкість саморегулівного підходу кодексів з юридичним зобов'язанням щодо прозорості (звіт про корпоративне управління як частина річного звіту) та відповідальності (обов'язок пояснити, коли дії компанії не відповідають рекомендаціям кодексу).

Принципами корпоративного управління в Україні вперше введено поняття незалежного директора. Було рекомендовано наявність незалежної наглядової ради, що складається з 25% незалежних членів і має забезпечувати стратегічне управління діяльністю товариства, контроль за діяльністю виконавчого органу та захист прав акціонерів. Доцільно створити комітети з питань аудиту, інформаційної політики, призначень і винагород із загальнодоступною інформацією про них [13]. Але ці принципи мають дорадчий характер.

Та в 2016 році набрав чинності Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів», [16] що відповідає концепції Принципів корпоративного управління. Зокрема, були внесені такі зміни в Закон України «Про акціонерні товариства»: введено інститут «незалежних директорів» та описано вимоги до такого члена наглядової ради; наглядова рада ПАТ має включати щонайменше двох незалежних директорів; мінімальна кількість членів наглядової ради не може бути меншою ніж 5 осіб; обов'язково мають бути утворені комітети з питань аудиту, винагороди посадовим особам і з питань призначень (останні два можуть бути об'єднані); комітети складаються виняткового або переважно із незалежних директорів і очолюються ними.

Для того щоб виявити, чи завершено процес імплементації європейських норм у сфері корпоративного управління фактично, автори вивчили звіти з корпоративного управління емітентів, що, згідно з інформацією НКЦПФР, користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом та кількістю виконаних біржових контрактів [13] (табл. 1) Комерційні банки не було включено у це дослідження, оскільки вимоги до корпоративного управління для фінансових і нефінансових компаній різняться.

На основі даних дослідження можемо дійти таких висновків:

1. Лише 33% досліджуваних компаній дотрималися норми закону про 2 незалежних директорів. Ще 16% ввели хоча б одного незалежного директора. Для порівняння, у 2016 році більшість емітентів не мали жодного. Винятком були Донбасенерго, Азовсталь та Полтавський автоагрегатний завод.

2. Хоча згідно зі Статтею 51 ЗУ «Про акціонерні товариства» наглядова рада ПАТ щороку повинна готувати звіт про свою роботу, лише 2 компанії зазначили проведення такої самооцінки.

3. На вимогу законодавства комітети створено лише Донбасенерго (комітети з питань аудиту та винагороди) та Полтавським автоагрегатним заводом (комітет з аудиту).

4. Майже всі емітенти дотримуються вимоги про мінімальну кількість членів наглядової ради. В середньому кількість членів становить 5 осіб.

5. 67% досліджуваних компаній ввели посаду корпоративного секретаря. Для порівняння, у 2016 році цей показник становив 41%.

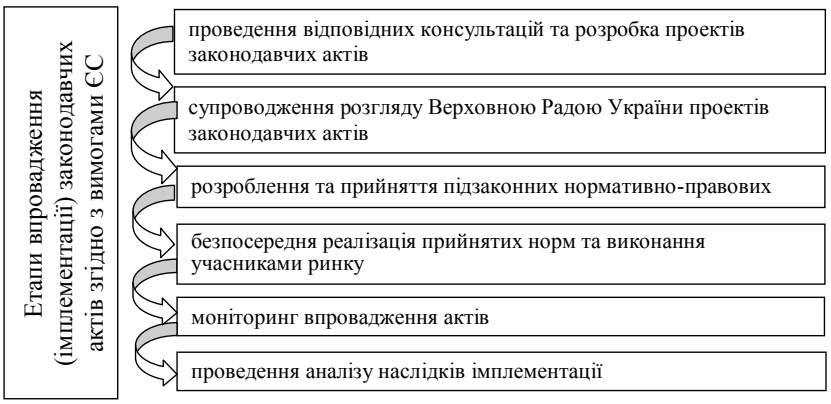

Рис. 1. Процес імплементації законодавчих актів

Джерело: складено автором

Таблиця 1

«Аналіз корпоративного управління емітентів українського фондового ринку за 2017 рік»

Назва акціонерного товариства	Донбасенерго	Укрнафта	Дніпровагонмаш	Мотор Січ	Азовсталь	Алчевський металургійний комбінат	Авдіївський коксохімічний завод	Центренерго	Турбоатом	Крюківський вагонобудівний завод	Укртелеком	Полтавський автоагрегатний завод
Кількість членів НГ	5	11	5	9	5	5	5	5	5	6	6	3
Незалежні директори	2			2	1		1			2	2	
Самооцінка НГ	+		+									
Наявність комітетів	2											1
Наявність корпоративного секретаря	+	+		+		+		+	+	+	+	
Доступ до інформації про розмір винагороди	+	+	+						+	+		
Наявні вимоги до членів НГ	+	+	+	+	+			+	+			+
Наявна винагорода	+							+		+	+	

Джерело: складено автором на основі [17]

6. Більшість емітентів сформулювали вимоги до членів наглядової ради. Найчастіше це галузеві знання і досвід роботи в галузі, особисті якості (чесність, відповідальність), відсутність конфлікту інтересів.

7. Майже всі емітенти зазначають у звітах про те, що члени наглядової ради не отримують винагороди. Однак 4 компанії передбачили таку можливість взагалі. Отримати доступ до інформації про розмір винагороди директорів передбаченим емітентом способом можливо лише у 41% компаній.

Узагальнюючи, бачимо, що, хоча рівень відповідності вимогам законодавства має позитивну динаміку, все ж більшість досліджуваних компаній не дотримуються всіх вимог. До того ж, усі компанії поставилися до питання розкриття інформації доволі формально, розмістивши інформацію у стандартизованих таблицях, запропонованих регулятором, без дотримання принципу «виконуй або пояснюй». Отже, процес імплементації не завершено. Хоча НКЦПФР ініціювала зміни у законодавстві та затвердила Принципи корпоративного управління, моніторингу впровадження вимог не відбулося.

Рис. 2. Стан корпоративного управління в країнах ЦСЄ станом на 2017 рік

Джерело: складено автором на основі [19]

Тож, погоджуючись із Б.С. Стеценко, вважаємо, що внаслідок неефективного державного регулювання, навіть за умови контролю з боку ЄС, спостерігаємо зволікання з практичною імплементацією [18].

Для порівняння ми розглянули стан імплементації норм європейського законодавства в країнах з транзитивною економікою, які відносно нещодавно пройшли шлях євроінтеграції – країни Центральної та Східної Європи (рис. 2).

Незважаючи на те, що процеси імплементації та реформи корпоративного управління в країнах із перехідною економікою почалися значно раніше, рівня розвинутих країн не було досягнуто, особливо в питаннях структурування ради директорів, взаємозв'язків зі стейкхолдерами та внутрішнього контролю. Щодо України, то критичними проблемами є корупція, конкурентоспроможність та захист інвесторів, що вказує на необхідність проведення подальших реформ.

На нашу думку, в Україні насамперед слід розробити процедуру моніторингу якості корпоративного управління та відповідності вимогам чинного законодавства.

Наприклад, у Великобританії щорічний моніторинг охоплює загальну оцінку корпоративного управління у країні, звітування про якість дотримання вимог Кодексу корпоративного управління, оцінку якості взаємодії між компанією та акціонерами та надання рекомендацій щодо покращення в управлінні чи звітності. У Португалії моніторинг змісту звітів з корпоративного управління публічних компаній перекладено на внутрішніх та зовнішніх аудиторів. Та у більшості країн світу саме орган, відпо-

відальний за розроблення кодексу корпоративного управління, виконує роль моніторингу.

Ґрунтуючись на досвіді країн із перехідною економікою, якість корпоративного управління перевіряють регулятор ринку та біржа, з приводу чого регулярно публікуються звіти (наприклад, у Хорватії, Словенії та Естонії). [20] У Болгарії створено національний комітет корпоративного управління, який складається з науковців та представників ринку і має, зокрема, функцію моніторингу виконання Кодексу корпоративного управління.

Регулятори та неурядові організації також можуть застосовувати дисциплінарні санкції до компаній, що не виконують вимог, однак зазвичай така практика не використовується [20]. У європейських країнах віддається перевага офіційному листуванню та роз'яснювальній, навчальній роботі, організації семінарів конференцій для сприяння концепції «виконуй або пояснюй».

Висновки. Проаналізувавши процес імплементації законодавства фондового ринку до норм ЕС на прикладі корпоративного управління, було з'ясовано, що, незважаючи на завершення адаптації законодавства, повної його реалізації, а отже, впровадження, не відбулося. Це пов'язано з відсутністю моніторингу за перебігом процесу. Для вирішення цієї проблеми вважаємо за необхідне: визначити орган, відповідальний за моніторинг імплементації; розробити процедуру моніторингу впровадження нормативно-правових актів; регулярне проведення аналізу стану імплементації та оприлюднення відповідних звітів; проведення роз'яснювальної та консультаційної роботи з учасниками ринку; впровадження принципу «виконуй або пояснюй». До того ж, результати цього дослідження можуть бути застосовані під час вирішення проблем упровадження законодавства в інших сферах фондового ринку.

Система державного регулювання фондового ринку, рівень розкриття фінансової/нефінансової інформації емітентами та захист прав інвесторів є важливими критеріями оцінки інвестиційного середовища країни, особливо іноземними інвесторами. Прозорість компанії є конкурентною перевагою під час залучення капіталу з огляду на євроінтеграційні процеси. Тому успіх упровадження європейських стандартів у сфері корпоративного управління має значення для розвитку фондового ринку та підвищення інвестиційної привабливості країни загалом.

Список використаних джерел:

1. Указ Президента України «Про Стратегію сталого розвитку «Україна – 2020» від 12.01.2015 № 5/2015. URL: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5/2015
2. Клименко К.В. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграційних процесів / К.В. Клименко // Економіка та держава. 2015. № 8. С. 63–71.
3. Калюжний Р.А. Регулювання ринку цінних паперів в Україні та перспективи його удосконалення / Р.А. Калюжний // Тенденції розвитку національних економік: економічний та правовий виміри: [матеріали міжнародної науково-практичної конференції]. Київ: ККІБП, 2017. Том 2. С. 74–76.
4. Ричка М.А. Фондовий ринок України в умовах євроінтеграції / Ричка М.А. // Причорноморські економічні студії. 2017. № 16. С. 16–20.
5. Іоргачова М. І. Стримуючі фактори розвитку фондового ринку України / М.І. Іоргачова, Г.М. Коцюрубенко // Економіка, фінанси та управління: теорія та практика: збірник тез доповідей Міжнародної науково-практичної конференції. 2017. С. 59–62.
6. Тєшева Л.В. Пріоритетні вектори інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок / Тєшева Л.В. // Науковий вісник Ужгородського національного університету. 2017. № 13(2). С. 125–129.
7. Поліщук Є. Роль євроінтеграційних процесів у розвитку небанківських фінансових установ в Україні / Є.А. Поліщук. // 2 (17). 2014. С. 177–184.
8. Куц О.М. Про особливості тлумачення терміна «імплементація» / О.М. Куц. // Часопис Київського університету права. 2010. № 2. С. 133–138.
9. Медведєв Ю.Л. Імплементація норм міжнародного права в право України: зміст та способи реалізації / Ю.Л. Медведєв // Публічне право. 2014. № 1. С. 129–135.
10. Тарасов О. В. Адаптація, імплементація чи гармонізація права ЄС? / О. В. Тарасов // Європейська інтеграція в контексті сучасної геополітики : зб. наук. ст. за матеріалами наук. конф., м. Харків, 24 трав. 2016 р. Харків, 2016. С. 30–39.
11. Розпорядження КМУ № 847-р від 17.09.2014 «Про імплементацію Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським Співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони»
12. Офіційний сайт НКЦПФР. URL: www.nssmc.gov.ua
13. План імплементації Другої Директиви Ради ЄС 77/91/ЄЕС, Директиви Європейського Парламенту та Ради 2007/36/ЄС, Рекомендацій Європейської Комісії 2005/162/ЄС, 2004/913/ЄС та принципів ОЕСР щодо впровадження стандартів у сфері корпоративного управління та діяльності акціонерних товариств. URL: http://www.ssmsc.gov.ua/partners/international/euro.
14. Directive 2006/46/EU of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings
15. Закон України від 07.04.2015 № 289-VIII «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів»
16. Офіційний сайт SMIDA. URL: https://smida.gov.ua/.
17. Стеценко Б.С. євроінтеграційні засади розвитку фінансової інфраструктури в Україні / Стеценко Б.С. // Науковий вісник Ужгородського національного університету. 2017. № 14. С. 142–146.
18. Corporate Governance Sector Assessment // EBRD. URL: https://www.ebrd.com/what-we-do/sectors/legal-reform/corporate-governance/sector-assessment.html.
19. Corporate Governance Compliance and Monitoring Systems across the EU [Електронний ресурс] // ECODA. 2015. URL: http://ecoda.org/uploads/media/31719_EcoDa_CGC_report_v2.pdf.

РАЗВИТИЕ НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЙ БАЗЫ ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ ЕВРОИНТЕГРАЦИИ

Аннотация. В статье рассмотрены проблемы развития нормативно-правовой базы фондового рынка к требованиям европейского законодательства на примере корпоративного управления. Предложено этапы процесса имплементации европейского законодательства. Проведен анализ корпоративного управления в Украине, выделены основные проблемы и на основе анализа практики европейских стран, в частности с переходной экономикой, предложены пути их решения.

Ключевые слова: фондовый рынок, имплементация, корпоративное управление, эмитенты, переходные экономики, инвесторы, мониторинг.

STOCK MARKET REGULATORY FRAMEWORK DEVELOPMENT IN TERMS OF EUROPEAN INTEGRATION

Summary. The article discusses the problems of the stock market regulatory framework development according to the European legislation requirements on the example of corporate governance. Particular steps of the process of implementation were suggested. The Ukrainian corporate governance was analyzed, the main problems were outlined and, based on the analysis of the practice of European countries, in particular, transition economies, the ways of their solution were provided.

Key words: stock market, implementation, corporate governance, issuers, transition economies, investors, monitoring.