

повідності проекту закону про Державний бюджет України Основним напрямом бюджетної політики на наступний бюджетний період та вимогам Бюджетного кодексу України.

1. *Бюджетний кодекс України*: від 8 липня 2010 р. № 2456-VI (з наступними змінами) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: portal.rada.gov.ua. 2. *Ворогіна Н.В.* Основи теорії бюджету та бюджетного процесу та деякі проблеми правового регулювання цих питань в Україні // *Н.В. Ворогіна // Права держава: Щорічник наукових праць*. – 2002. – Вип.13. – С. 202-210. 3. *Воронова Л.К.* *Фінансове право України / Воронова Л.К.* – К.: Прецедент: Моя книга, 2006. – С. 143. 4. *Про Регламент Верховної Ради України*: Закон України від 10 лютого 2010 р. № 1861-VI (з наступними змінами) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: portal.rada.gov.ua. 5. *Азаров М.Я.* *Науково-практичний коментар Бюджетного кодексу України / М.Я. Азаров, В.Е. Теліпко, А.С. Овчаренко, С.А. Панасюк.* – К.: Центр учбової літератури, 2010. – С. 181. 6. *Про комітети Верховної Ради України*: Закон України від 04.04.1995 р. №116/95-ВР (з наступними змінами) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: portal.rada.gov.ua. 7. *На нуле*. Вице-спикер Государственной Думы Вячеслав Володин о некоторых особенностях российского законодательства // *Российская газета*. – 2004. – 6 июля. – № 142. 8. *Любимов А.* «Нулевое чтение» законопроектов как инструмент согласования интересов / А. Любимов // *Представительная власть – XXI век: законодательство, комментарии, проблемы*. – 2005. – № 1. – С. 3-4.

УДК 342.9

**А. А. КОВАЛЕНКО**

## **КОНСОЛІДОВАНИЙ, ВІДКРИТИЙ РИНОК ПРОТИ НЕПРОЗОРОЇ ЕКОНОМІКИ: ПРАВОВИЙ АСПЕКТ**

*Визначено причини нерозвиненості українського ринку капіталу: невідповідність вітчизняного законодавства міжнародним стандартам, відсутність центральної депозитарної системи цінних паперів, слабкий захист міноритарних акціонерів; вказано шляхи їх подолання.*

**Ключові слова:** *ринку капіталу, інвестиції, депозитарій, акціонери.*

**Kovalenko A.A. Consolidated, open market against non-transparent economy: legal aspect**

*Определены причины неразвитости украинского рынка капитала: несоответствие отечественного законодательства международным стандартам, отсутствие центральной депозитарной системы ценных бумаг, слабая защита мноритарных акционеров; указаны пути их устранения.*

**Ключевые слова:** *рынок капитала, инвестиции, депозитарий, акционеры.*

**Kovalenko Artem. Consolidate, open market against non-transparent economy: legal aspect**

*The reasons of underdevelopment of the Ukrainian capital market – inconsistency national legislation to international standards, the absence of central securities depository, the weak protection of minority stockholders – are defined and ways of improvements are proposed.*

**Key words:** *capital market, investment, depository, stockholders.*

---

© **КОВАЛЕНКО Артем Анатолійович** – здобувач Інституту держави і права ім. В.М. Корецького НАН України

Наразі українські компанії не готові розкривати інформацію стосовно своєї фінансової діяльності та структури володіння, якщо тільки їх не примушує це зробити критична необхідність залучення інвесторів або зменшення вартості запозичень. Ця відсутність прозорості внутрішніх емітентів є головною перешкодою для виходу на міжнародний фондовий ринок з IPO. Внутрішні емітенти сьогодні не мають досвіду з надання високоякісних інформаційних даних про свій бізнес, які забезпечили б можливість для іноземних інвесторів приймати зважені інвестиційні рішення. Головними проблемами, що пов'язані з відсутністю прозорості в українських компаніях, є відсутність регулярної квартальної звітності компаній і відсутність достовірної інформації в них, а також те, що представлення такої інформації в звітах є неповним або недостовірним. Крім того, така інформація не підтверджена наступними аудиторськими висновками, що вказує на відсутність розуміння важливості такої відкритості менеджерами українських підприємств, що така інформація є головним джерелом інформування для оцінки роботи підприємств з метою здійснення інвестицій. Таким чином, якість фінансової звітності – один з найголовніших факторів для здійснення успішного IPO<sup>1</sup>.

Головною причиною непрозорості ринку капіталу є те, що законодавство стосовно розкриття фінансової інформації в Україні все ще не відповідає міжнародним стандартам. Українські компанії розвивалися в специфічних умовах, коли було неможливо одночасно функціонувати згідно з національним законодавством і при цьому ще бути прибутковими. Саме тому компанії, зазвичай, ведуть подвійну бухгалтерію і занижують свої доходи, щоб уникати сплати податків. Для забезпечення успішної ділової активності компанії також звикли платити хабарі місцевим органам влади, і подвійна бухгалтерія дозволяє їм генерувати достатньо «сірого» доходу, щоб покривати такі витрати. Отже, ділова статистика є тільки ілюзією, оскільки реальні рівні капіталізації є набагато вищими. Згідно з новою заявою, оголошеною державними органами влади, податкова амністія буде забезпечена для компаній, які бажають стати публічними.

Розвиток ринку капіталу значною мірою залежить від присутності внутрішніх інституційних інвесторів – інвестиційних та пенсійних фондів і страхових компаній. Ринок інвестиційних фондів був створений лише наприкінці 2001 р. після прийняття основних законів, які регулюють їх діяльність. Перші компанії з управління активами і інститути спільного інвестування отримали свої ліцензії тільки в 2003–2004 рр., в той час як недержавні пенсійні фонди були запроваджені тільки в 2005 р.

Чисельне населення України також могло б бути істотним генератором капіталу, але українські пересічні громадяни майже не беруть участі в операціях на фондових ринках. Протягом тривалого періоду гіперінфляції з 1991 по 1995 рр. переважна більшість українців втратили реальну вартість усіх заощаджень, а також вони втратили своє право власності в результаті численних шахрайств під час масової приватизації державних підприємств. Таким чином, депозити переважають над інвестиціями в цінні папери. Іншим непрямим шляхом є інвестування через недержавні пенсійні фонди, але це буде можливе для українців тільки після проведення пенсійної реформи з серйозним фінансуванням<sup>2</sup>.

Відсутність центральної депозитарної системи цінних паперів значно зменшує рівень прозорості і ефективності фондового ринку, а також вона неефективно забезпечує передачу права власності і не забезпечує проведення клірингу та розрахунків за результатами торгів. Дві депозитарні системи були запроваджені в

Україні – Державний Національний Депозитарій України (НДУ) і Комерційний Депозитарій (МФС). Передбачалося, що НДУ здійснюватиме кодифікацію, стандартизацію, а також ведення міжнародних відносин з іноземними депозитарними системами. У 2006 р. угода була припинена і НДУ почав діяти як другий депозитарій, але кількість цінних паперів, зареєстрованих в НДУ, є дуже незначною. МФС був створений в 1999 р., щоб виконувати депозитарні функції з клірингу та розрахунків за результатами операцій з цінними паперами. До 2006 р. він провів операції з іменними акціями на 25 мільярдів доларів США, і на сьогоднішній день є найбільшою депозитарною системою в Україні.

В результаті ми маємо дві депозитарні системи і їх співіснування є основою для виникнення подальших конфліктів. Уряд оголосив про намір реформувати наразі існуючі депозитарні системи і встановити єдину систему. Більшість цінних паперів та реєстрів прав власності ведуться реєстраторами в документарній формі.

Реєстраційна система не є надійною – було декілька випадків подвійної реєстрації і шахрайств. Отже, права власності не можуть бути повністю захищені.

Має бути запроваджене законодавство для посилення системи клірингу і розрахунків. Має бути запроваджена єдина база даних для багатостороннього неттингу і центральний депозитарій цінних паперів згідно з міжнародними стандартами. Реєстри прав власності треба перетворити на електронні на основі єдиної електронної платформи.

Істотною перешкодою для розвитку українського ринку капіталу є нерегульоване і неадекватне національне законодавство<sup>3</sup>. Відсутність сучасної законодавчої бази поряд із слабким правопорядком в Україні викликають багато інвестиційних суперечок у внутрішніх судах і роблять інвестиційний клімат в Україні тільки гірше<sup>4</sup>. Незважаючи на той факт, що міжнародні арбітражі визнаються українським законодавством, все ще зазвичай важко забезпечити примусове виконання їх рішень. Закон «Про акціонерні товариства» є нечітким і не забезпечує повною мірою захист прав акціонерів, особливо в умовах виведення активів, розмивання пакетів акцій та прозорості формування ціни на акції.

Відповідно до українського законодавства, компанії повинні випускати свої акції в національній валюті. Обсяг випусків акцій українських компаній на іноземній фондовій біржі не повинен перевищувати 25 % від розміщеного акціонерного капіталу. Отже, українські компанії, які планують випустити більше акцій, проводять їх розміщення через свої підконтрольні компанії, що зареєстровані в певній офшорній зоні. Згідно з думкою експертів, проходження транскордонного лістингу зараз не є можливим в Україні, оскільки немає ніяких кореспондентських відносин між українськими і іноземними депозитаріями. Відповідно до їх очікувань, український ринок капіталу буде готовий до проходження транскордонного лістингу щонайменше через п'ять років.

Політичні можливості щодо прийняття нового законодавства з регулювання відкритих акціонерних товариств є незначними. Політичні лобі власників АТ забороняють прийняття закону, який може посилити захист міноритарних акціонерів.

Корупція та бюрократія є ключовими питаннями для іноземних інвесторів, які мають намір інвестувати до ринку капіталу в Україні. Як згадувалося вище, компанії не можуть стати дійсно прозорими, коли вони виходять на публічне розміщення, тому що їм потрібні певні додаткові кошти, щоб покрити їх витрати на

корупцію і бюрократію. Іншим питанням є те, що корупція і бюрократія мають місце в українській правовій системі під час судових процесів. Також під час рейдерських нападів використовується масова корумпованість органів влади для отримання «правильного» судового рішення.

Відповідно до організації «Transparency International», позиція України з огляду на рівень корупції є дуже слабкою. Це поганий сигнал для компаній, які сподівалися залучити іноземні інвестиції на національний ринок капіталу, а також для компаній, які планували IPO за кордоном. Корупція і бюрократія роблять іноземні інвестиції більш ризикованими, а також значно погіршують інвестиційний клімат.

Найкращим індикатором бюрократії є індекс, який розраховується Світовим Банком під назвою «Простота Ведення Бізнесу». Серед 183 країн, які посідають місця у рейтингу від кращого до найгіршого відповідно до умов ведення бізнесу в певній країні, Україна посідає 152 місце відповідно до Звіту «Ведення Бізнесу 2012»<sup>5</sup>. Це найгірше місце для ведення бізнесу за цим індексом серед усіх країн Східної Європи з перехідними економіками.

Бюрократія є спадщиною, отриманою з часів Радянського Союзу, а також вона була значно розвинена протягом останнього 21 року української незалежності. У країнах з високим рівнем бюрократії і корупції ведення бізнесу потребує додаткового часу і грошей, що інвестори повинні взяти до уваги.

Український ринок капіталу є менш привабливим, ніж банківські депозити для внутрішніх інвесторів через різне оподаткування доходу. Права на депозити не підлягають оподаткуванню, порівняно з доходами від операцій на ринках капіталу, які оподатковуються як звичайний особистий дохід<sup>6</sup>. Різне оподаткування для банківських депозитів і доходів від операцій на ринках капіталу призводить до меншої привабливості інвестицій на фондовому ринку. Для того, щоб досягти рівноваги доходів від операцій на ринках капіталу та банківські депозити повинні мати однаковий режим.

Бар'єром для українських компаній у сфері проведення первинного публічного розміщення є оподаткування емісійного доходу<sup>7</sup>. Сьогодні Україна є єдиною країною, де дохід від нової емісії оподатковується спеціальним податком, який іменується податком на емісійний дохід. Іншою проблемою є оподаткування дивідендів, і здебільшого це стосується випадків, коли первинна публічна пропозиція проводилася на іноземній фондовій біржі, і іноземні інвестори придбали акції. Податкові органи погоджуються, що ці норми треба змінити, але вони все ще наразі існують.

Захист міноритарних акціонерів є надзвичайно важливим питанням, яке розкриває рівень розвитку ринку капіталу країн. Ринок капіталу розвивається набагато краще в країнах з високим рівнем захисту права акціонерів, особливо права міноритарних акціонерів. У таких країнах інвестори не побоюються експропріації, і їх інвестиції широко розосереджені, що забезпечує кращу ліквідність ринку капіталу. Якість захисту прав акціонерів значною мірою впливає на ринкову капіталізацію і ліквідність ринку капіталу<sup>8</sup>.

Низький рівень захисту міноритарних акціонерів і низький рівень корпоративного управління є найбільшими проблемами, які перешкоджають внутрішнім і зовнішнім інвестиціям.

Нижче наведено основні порушення прав міноритарних акціонерів, які мають місце в Україні.

– порушення прав міноритарних акціонерів під час додаткових випусків

акцій;

- неналежне та неповне представлення інформації про діяльність емітента;
- порушення прав акціонерів під час реорганізації бізнесу, ліквідації компанії чи процедури банкрутства;
- порушення порядку проведення загальних зборів акціонерів;
- прийняття норм статуту, які обмежують права та інтереси інвесторів;
- зміна порядку виплат дивідендів.

У результаті лише деякі аналітики рекомендують здійснення інвестицій на українському ринку капіталу. Навіть потенціал зростання деяких українських компаній є високим, але слабе законодавство, низька ліквідність фондового ринку і політична нестабільність роблять інвестиції в українські компанії надзвичайно ризикованими<sup>9</sup>.

Головною проблемою для міноритарних акціонерів є відсутність впливу на розподіл доходу. Іншими словами, власники невеликих пакетів акцій не мають інструментів для отримання виплат дивідендів. Акціонери, зазвичай, мають можливість отримати прибуток, тільки якщо вони контролюють управління компанією. Ось чому багато акціонерів намагаються отримати контроль над компанією за будь-яку ціну, навіть за допомогою рейдерських нападів. Мажоритарні акціонери стверджують, що розширення прав міноритарних акціонерів може призвести до корпоративного шантажу, а також зменшення ефективності компанії.

Один зі шляхів, що може вирішити цю проблему, є примушення мажоритарних акціонерів скуповувати акції міноритарних акціонерів за ринковою ціною. Це дозволить міноритарним акціонерам продати свою частку і перевести свої інвестиції, якщо прибутковість акцій є незадовільною. До речі, компанії, які планують проводити IPO за кордоном, починають платити дивіденди негайно. Українське ставлення до міноритарних акціонерів не вітається іноземними інвесторами<sup>10</sup>.

Залучення іноземних інвестицій на український ринок капіталу є іншим шляхом розвитку національної економіки. Однією з причини, чому український ринок капіталу є не дуже привабливим для іноземців, є національне валютне регулювання. Покупцям безготівкової іноземної валюти доведеться сплатити внесок до Державного пенсійного фонду, що істотно зменшує привабливість ринку капіталу. Також іноземним інвесторам для репатріації капіталу потрібен дозвіл на придбання іноземної валюти, отримання якого також займає приблизно один місяць. Прийняття нового Закону про валютне регулювання разом зі скасуванням «валютного податку» і скасуванням необхідності отримання дозволу на проведення валютних операцій дозволить зменшити час і витрати для іноземних інвесторів під час репатріації і призведе до спрощення здійснення операцій з іноземною валютою.

1. *Краснянський Б.* На ринок IPO / *Краснянський Б.* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.pwc.com/en\\_UA/ua/publications/assets/pwc\\_ipo\\_market.pdf](http://www.pwc.com/en_UA/ua/publications/assets/pwc_ipo_market.pdf).  
2. *П'ченко-Сюйва Л., Радзимовська С.* Ukrainian Capital Markets: Current Issues and Further Development in the Context of EU // *NISPAcee*. – 2008. – №15. – Р. 1. 3. *Грозний І.С.* Аналіз соціально-економічних проблем проведення IPO в Україні / *І.С. Грозний, С.В. Коверга* // *Наукові праці*. – Т. 64. – Вип. 51. – С. 101-106. 4. *Майорова Т.В.* Активізація вітчизняних аграрних компаній на світових ринках IPO / *Т.В. Майоров, К.М. Гладчук* // *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. – 2011. – № 3. – С. 160-164. 5. *Світовий Банк* «Простота Ведення Бізнесу» // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.doingbusiness.org/data/>

exploreeconomies/ukraine/. **6.** *Betliy O., Chukhai A.* Capital Markets in Ukraine: Proposals to Increase Supply and Demand / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.beratergruppe-ukraine.de/download/Beraterpapiere/2006/v1\\_en\\_Betliy%20Bigdai%20Chukhai%20Giucci\\_Capital%20Markets%20S&D.pdf?PHPSESSID=6ef4f4f0a88cf188d7ff9dc7a0f1d853](http://www.beratergruppe-ukraine.de/download/Beraterpapiere/2006/v1_en_Betliy%20Bigdai%20Chukhai%20Giucci_Capital%20Markets%20S&D.pdf?PHPSESSID=6ef4f4f0a88cf188d7ff9dc7a0f1d853). **7.** *Черв'якова С.В.* Особливості здійснення вітчизняними підприємствами IPO на міжнародних фондових майданчиках / Черв'якова С.В. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/3688/1/2009\\_27\\_269-276.pdf](http://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/3688/1/2009_27_269-276.pdf). **8.** *Дутчак Н.М.* Сутність дефеніції “IPO” та її роль у вирішенні проблеми залучення інвестиційного капіталу вітчизняними підприємствами на світових фінансових ринках / Дутчак Н.М. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.rusnauka.com/5\\_SWMN\\_2011/Economics/4\\_79774.doc.htm](http://www.rusnauka.com/5_SWMN_2011/Economics/4_79774.doc.htm). **9.** *Глушкова М.* Українська рулетка / М. Глушкова // Коммерсант. – Режим доступу: <http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=764155>. **10.** *Марченко Р.* Україна очікує велику репатріацію / Р. Марченко // Дзеркало тижня. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zn.ua/2000/2060/55630>.