

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ В СИСТЕМІ ФАКТОРІВ РОЗВИТКУ ІНОЗЕМНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ В УКРАЇНІ

Богдан
Гапонюк,
аспірант
кафедри
міжнародного
менеджменту
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
ім. Вадима
Гетьмана»

МАКРОЕКОНОМІКА

Сучасна глобальна економіка характеризується невіддільними процесами обміну основними факторами виробництва, які, без перебільшення, стали основною рушійною силою економічного прогресу. Зважаючи на це, є підстави говорити про існування єдиного світового фінансового ринку, на якому капітали перетікають до економічних суб'єктів, що здатні забезпечити найвищу доходність та мінімізувати ризики. В цих умовах різко загострюється міжкраїнова та міжтериторіальна конкуренція за доступ до механізмів фінансового ринку. Обмеженість інвестиційних ресурсів змушує країни вдаватися до все нових форм забезпечення власних конкурентних переваг – удосконалювати систему державного регулювання фінансових ринків, оптимізувати його інфраструктуру, розвивати механізми захисту інвестицій та прав інвесторів, у тому числі і у фінансові інструменти.

Країни з перехідною економікою, такі як Україна, апріорі мали гірші стартові позиції у цій боротьбі. Фактична відсутність фінансових ринків в умовах адміністративно-планової економіки зумовила необхідність їх пришвидшеної розбудови у відповідь на зміни у відносинах власності. Жодна з таких країн не оминула об'єктивних труднощів на шляху до створення ефективного фінансового ринку. Слід констатувати, що до цього часу в Україні механізми фінансового ринку, зокрема ринку цінних паперів, використовуються в інвестиційних процесах недостатньо. Відповідно, існує необхідність у визначенні досліджень щодо підвищення ролі фінансового ринку в інвестиційних процесах.

Слід визнати, що на цей час існує ряд концептуальних робіт, які в тій чи іншій мірі вивчають дане питання. Це праці Д. Лук'яненка, О. Мозгового, О. Рогач, А. Пересади, С. Москвіна, А. Федоренка, М. Бурмаки, С. Бірюка, Т. Майорової, О. Шевченко, В. Суторміної, Д. Леонова, Ю. Руденка та ін. Втім, більшість вказаних робіт орієнтувалися на аналіз практики прямих

іноземних інвестицій в економіку України, тоді як портфельні інвестиції розглядалися недостатньо. Цей факт частково можна пояснити особливостями вітчизняної державної політики у цій сфері, яка пріоритетно ставилася саме до прямих інвестицій. Відповідно, існує потреба в неупередженому аналізові системи стимулювання іноземних портфельних інвестицій в Україні, визначенні та обґрунтуванні напрямів її розвитку.

Система захисту портфельних інвестицій та інвесторів, на нашу думку, в своєму базисові має виходити зі змісту та природи цього виду інвестицій, оскільки саме ці сутнісні характеристики визначають особливості механізмів захисту. До цього часу в економічній літературі та на практиці існують певні розбіжності у визначенні дефініції «портфельні інвестиції». Насамперед, дослідники виділяють дві головні класифікаційні ознаки – по-перше, ступінь впливу власника цінних паперів на діяльність емітента; по-друге, механізми отримання доходів від інвестування.

Так, група вітчизняних авторів під

керівництвом А.А. Пересади, виділяючи портфельні інвестиції під час класифікації фінансових інвестицій за характером участі в інвестуванні, визначає їх як «...господарські операції, які передбачають придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових інструментів за кошти на фінансовому ринку (за винятком операцій із купівлі активів ...які перевищують 50% загальної суми акцій...)» [1, с. 7]. Ці ж науковці зазначають, що портфельні інвестиції передбачають одержання стабільного поточного доходу у вигляді відсотків або дивідендів і додаткового доходу у вигляді позитивних курсових різниць.

У свою чергу, російський вчений О. Хмиз, характеризуючи різноманітні міжнародні потоки капіталу, детермінує наступне поняття: «Портфельні інвестиції – кредитування або придбання акцій або інших фінансових інструментів в зарубіжному підприємстві, що не належить інвестору і не є йому підконтрольним» [2, с. 23].

В розвинених країнах статистичним критерієм віднесення інвестицій до портфельних є володіння інвестором менш ніж 10% часткою у статутному

капіталі емітента [3]. Досить слушною в цьому питанні є позиція відомого вітчизняного економіста О. Рогача, який зазначає, що основою відокремлення прямих та портфельних інвестицій є економічні функції, відповідно до яких портфельний інвестор здійснює «пасивне» вкладення. В тих чи інших інтерпретаціях такий підхід домінує в більшості вітчизняних та зарубіжних наукових джерелах.

В контексті дослідження впливу корпоративного управління на іноземні портфельні інвестиції в Україні, на нашу думку, слід використати наступну структурно-логічну схему (рис. 1).

Як видно з рис. 1, системоутворююча роль корпоративного управління в стимулюванні портфельних інвестицій визначається дотриманням майнових та немайнових прав інвестора та виходить з наступних характеристик таких інвестицій:

- по-перше, їх головним об'єктом є цінні папери, відповідно необхідно враховувати економічну та правову природу таких фінансових інструментів;
- по-друге, апіорі відсутній активний контроль за діяльністю підприємства-емітента з боку портфе-

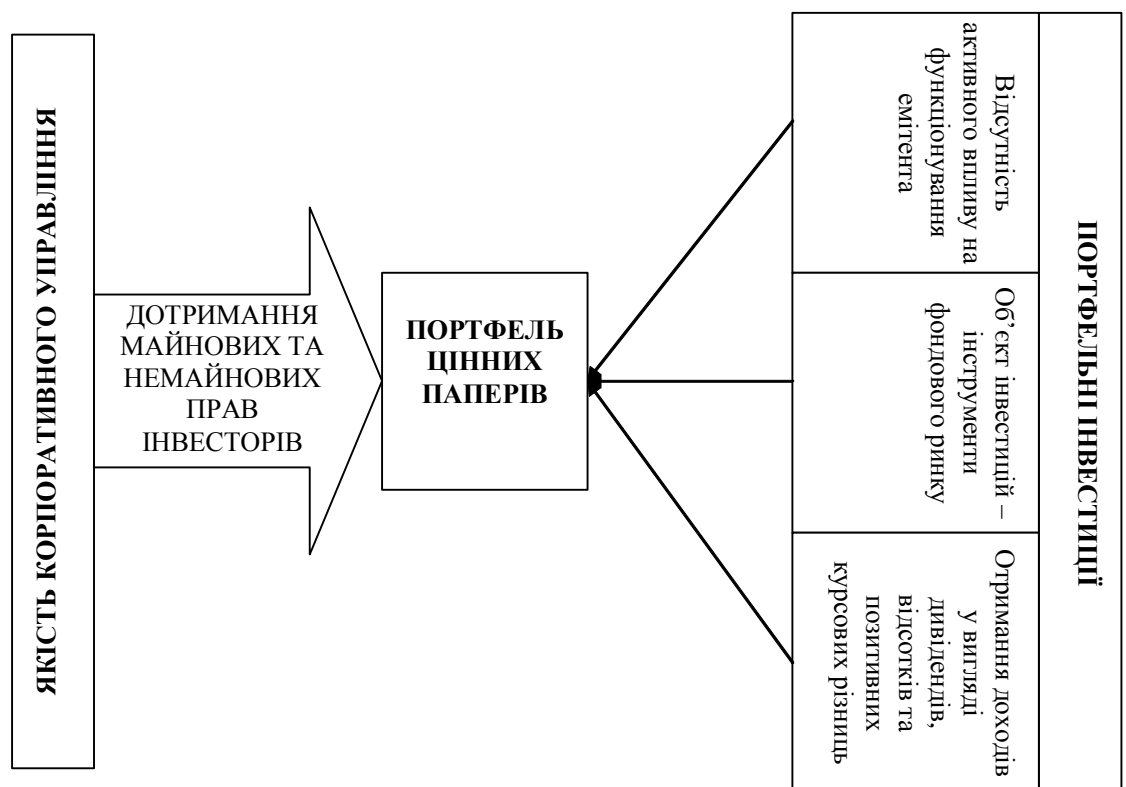


Рис.1. Вплив корпоративного управління на портфельні інвестиції

льного інвестора, таким чином зростає роль превентивних механізмів контролю;

- по-третє, портфельний інвестор орієнтується на класичні доходи від володіння акціями – дивіденди, відсотки, позитивні курсові різниці – що зумовлює важливість існування ефективного організованого ринку цінних паперів.

Розглянемо вплив вказаних факторів на ситуацію з портфельними інвестиціями в Україні. За даними Державного агентства інвестицій і інновацій, у 2007 році розмір портфельних інвестицій в нашій країні складав 4 млрд. дол. США, тоді як у 2006 році – 3,6 млрд. дол. США (відносний приріст – 11,1%). Проте, попри загалом позитивну динаміку, існують підстави стверджувати про недостатній рівень портфельних інвестицій (зважаючи на поточну економічну ситуацію).

На даний час законодавчим базисом корпоративного управління України є: Цивільний кодекс України, Господарський кодекс України, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», Закон України «Про господарські товариства» [6, 7, 8, 9]. Зрозуміло, що, зважаючи на нетривалу історію розвитку вітчизняного фондового ринку, існуючі нормативно-правові акти не в змозі в повній мірі відповідати вимогам сучасного ринку. Численні корпоративні конфлікти, рейдерські атаки, мінімальний інтерес з боку індивідуальних інвесторів свідчать про недосконалість цих законодавчих документів. Але світова історія та практика виробили настільки велику і різноманітну кількість механізмів впливу на корпоративне середовище взагалі та портфельні інвестиції зокрема, що виникає потреба вивчення їх з метою адаптації на вітчизняних теренах. На нашу думку, така адаптація повинна проводитися з врахуванням особливостей національної моделі корпоративного управління.

Як відомо, виходячи із сутнісних характеристик виділяють дві основні моделі корпоративного управління – англосаксонську та європейську – та кілька перехідних, які містять базові параметри головних моделей [10, 11]. Зрозуміло, що на даний час вітчизняну модель можна однозначно класифі-

кувати як перехідну, про що говорить поєднання наступних факторів:

1. Наявність великої кількості дрібних індивідуальних акціонерів, які отримали у власність акції під час сертифікатної приватизації (англосаксонська модель).

2. Відсутність прямих законодавчих обмежень стосовно інвестиційної діяльності комерційних банків на фондовому ринку; концентрація торгівлі цінними паперами на неорганізованому сегменті; тенденція до укрупнення пакетів акцій та існування домінуючого власника у більшості акціонерних товариств; трирівнева модель управління (континентальна модель).

Відтак, можна сформулювати наступні особливості різних моделей корпоративного управління та їх вплив на портфельні інвестиції (табл. 1).

Отже, виходячи з основних характеристик вітчизняної моделі корпоративного управління, можна говорити про відсутність реальних передумов для якісного та кількісного зростання обсягів портфельних інвестицій в Україну. При цьому зазначимо, що головні проблеми концентруються не стільки в площині національного законодавства, стільки у його дотриманні усіма суб'єктами корпоративного управління. Звідси перед державою постає два взаємопов'язані завдання, вирішення яких дасть змогу розраховувати на підвищення уваги іноземних портфельних інвесторів до вітчизняного фондового ринку – по-перше, удосконалення законодавчої бази з питань корпоративного управління; по-друге, оптимізація механізмів контролю за дотриманням законодавства.

Серед практичних кроків (реалізація яких пов'язується нами з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства»), спрямованих на розвиток портфельного інвестування в Україні, слід виділити наступні:

- щодо превентивних механізмів контролю за діяльністю емітента з боку портфельних інвесторів:

- активізація зусиль регуляторних органів на впровадження у широку практику вітчизняними емітентами інституту незалежних директорів, у тому числі для акціонерних товариств, де держава присутня як власник;

- створення та реалізація системи заочного голосування акціонерами на загальних зборах, що знизить витрати міноритарних акціонерів, пов'язані з участю в управлінні;
- забезпечити функціонування ефективної системи оприлюднення інформації про структуру власності на підприємствах, що дасть змогу оцінити ризики появи та розвитку агентських конфліктів, достовірно оцінити масштаби володіння окремими фізичними та юридичними особами цінних паперів;
 - щодо питання виплати дивідендів:
- скасування існуючого положення щодо виплати частини прибутку у вигляді дивідендів за результатами року на користь піврічних або щоквартальних виплат. Це призведе до зростання дивідендної доходності пайових фінансових інструментів в Україні, покращить аналіз перспектив діяльності емітентів;
- забезпечити повноцінний контроль держави не тільки за процесом прий-

няття рішення про виплату дивідендів, але й за процедурою їх виплати, чітко в часі обмежити терміни виплати оголошених підприємством дивідендів;

– щодо розвитку організованого ринку цінних паперів:

- створити передумови для зростання зацікавленості вітчизняних емітентів у обігу власних фінансових інструментів на організованому ринку через розширення доступу до джерел фінансування і т.п.

Жорстка міжкраїнова конкуренція, яка характерна для сучасного етапу розвитку світової економіки, вимагає від України активізації зусиль, спрямованих на залучення іноземного капіталу. Досвід інших країн, економічні реформи періоду незалежності довели: лише через концентрацію внутрішнього потенціалу досягти тривалого зростання неможливо. Портфельні інвестори досить чутливо реагують на зміни у середовищі діяльності, насамперед, це стосується корпоративного управління. Поступ України, успішність

Таблиця 1

Характеристика моделей корпоративного управління та їх вплив на портфельне інвестування

Особливості портфельного інвестування	Англосаксонська модель	Континентальна модель	Модель корпоративного управління в Україні
Превентивні механізми контролю за діяльністю емітента	1. Жорсткі вимоги щодо інформації про діяльність емітента та її розкриття. 2. Вагома роль незалежних директорів у органах управління 3. Розвинена система голосування за довіреністю	Вимоги щодо інформаційної прозорості м'якші, ніж у країнах з англосаксонською моделлю	1. Незначні санкції за порушення законодавства щодо розкриття інформації, що призводить до ігнорування емітентами цих норм. 2. Фактична відсутність інституту незалежних менеджерів. 3. Судове свавілля щодо захисту прав міноритарних акціонерів
Орієнтація на отримання дивідендів та відсотків	В окремих країнах (наприклад, США) акціонери не приймають участі в голосуванні щодо дивідендів	Розподіл чистого прибутку вимагає схвалення акціонерів	Виплата дивідендів за результатами року, рішення приймається на загальних зборах акціонерів, ігнорування менеджерами ролі дивідендів у фінансовій політиці
Розвиток організованого ринку цінних паперів	Розвинений організований ринок цінних паперів, присутність цінних паперів на якому дає явні переваги для інвестора і для емітента	На організованому ринку цінних паперів котируються інструменти обмеженої кількості компаній	Концентрація торгівлі фінансовими інструментами на неорганізованому ринку, низька ліквідність більшості цінних паперів

Джерело: систематизовано автором

економічних перетворень та безпека держави багато в чому визначаються привабливістю вітчизняного фондового ринку для іноземних портфельних інвесторів. Тільки послідовна реалізація наведених у статті заходів дозволить розраховувати на перемогу у жорсткій боротьбі за капітали.

Література

1. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С.В. Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004.
2. Хмыз О.В. Международный рынок капиталов (монография). – М.: Издательство «ПРИОР», 2002.
3. Государственное регулирование рыночной экономики: Уч. пос. – М.: Дело, 2001. – 280 с.
4. Рогач О. Міжнародні інвестиції: Теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: Підручник. – К. Либідь, 2005.
5. Державне агентство України з інвестицій та інновацій. [Електронний ресурс]/ Режим доступу: <http://www.in.gov.ua>
6. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 року №435-IV// Відомості Верховної Ради. – 2003. – №№ 40-44.
7. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 року №436-IV// Відомості Верховної Ради. – 2003. – №18, №19-20, № 21-22.
8. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV // Відомості Верховної Ради. – 2006. – №31.
9. Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 року № 1576-XII // Відомості Верховної Ради. – 1991. – № 49.
10. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. – К.: КНЕУ, 2004.
11. Мендрул О. Роль фондового ринку у формуванні вартості підприємств// Ринок цінних паперів України. – 2002. – №5-6. – с. 27-32.

РІПГУ