

Висновки і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Враховуючи вищенаведене, можна зробити висновок, що скасування бюджетного відшкодування експортного ПДВ та включення його до валових витрат є одним із пріоритетних кроків до упорядкування системи оподаткування в умовах кризи. Такий крок можливий через внесення змін до відповідних законодавчих актів, він забезпечить збільшення податкових надходжень від непрямих податків, усуне податкове шахрайство та зробить усю систему більш гнучкою.

Це дослідження буде використане для розробки подальших пропозицій у сфері удосконалення непрямого оподаткування. Зокрема, планується здійснення аналізу наявного алгоритму впровадження законодавчих актів з оподаткування та обґрунтування необхідності введення мораторію на внесення змін до нормативних документів.

Список використаних джерел

1. Миль Дж. Основы политической экономии / Дж. Миль. - М. : Прогресс, 1995. - 240 с.
2. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения: Сочинения / Д. Рикардо. - М. : ИНФРА-М, 1996. - 192 с.
3. Косинський Р. В. Умови контролю і нагляду у сфері державного управління / Р. В. Косинський. - Стратегія забезпечення сталого розвитку України // Матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Київ, 20 трав. 2008 р. : у 3 ч. / РВПС України НАН України. - К. : РВПС України НАН України, 2008. - С. 238-240.
4. Structures of The Taxation Systems in The European Union: 1995-2004 // European Commission, Doc.TAXUD E4 /2006/DOC /3201. - 2006. - P. 138.
5. Закон України про податок на додану вартість (зі змінами і доповненнями). - Режим доступу : zakon.rada.gov.ua
6. Макроэкономика. Теория и российская практика : учебник / [А. Г. Грязнова, П. К. Власов, И. М. Луцкихина и др.] / Финансовая академия при Правительстве РФ. - 6-е изд., испр. и доп. - М. : КНОРУС, 2006. - 624 с.

Ольга Сафронова,

*кандидат наук з державного управління,
доцент кафедри економічної теорії
та історії економіки НАДУ*

Розвиток депозитарної системи України в контексті державної політики протидії корпоративному рейдерству

У статті проаналізовано проблеми поширення рейдерських схем перехоплення корпоративного контролю в Україні, пов'язані із недосконалістю чинної системи

депозитарного обліку прав власності. На цій основі уточнено завдання державної політики у сфері запобігання неправовим поглинанням та протидії рейдерству в корпоративному секторі національної економіки, окреслені заходи з їх реалізації в сучасних умовах господарювання.

Ключові слова: механізми державного регулювання, корпоративний сектор економіки, корпоративне управління, корпоративний контроль, рейдери.

In the article it is analyzed the problems concerning the dissemination of rider schemes in order to intercept corporate control in Ukraine, related with the imperfection of the acting depository accounting system of ownership rights. On this basis it is specified the tasks of public policy in the sphere of prevention of illegal absorptions and ride's counteraction in the corporate sector of national economy, it is outlined the measures concerning their realization in the modern terms of management.

Key words: mechanisms of public regulation, corporate sector of economy, corporate governance, corporate control, raiders.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими та практичними завданнями. У сучасних умовах України одним із пріоритетних напрямів державної політики стає запровадження ефективної системи протидії корпоративному рейдерству, зорієнтованої на запобігання нелегітимному перехопленню контролю над діяльністю компаній та виведенню їх активів із володіння законних власників [1, с. 170]. Провідним механізмом реалізації цієї політики є створення і функціонування під контролем держави надійної, зручної і недорогої облікової системи прав власності на цінні папери. Це дає змогу уповноваженим органам влади не тільки своєчасно отримувати необхідну інформацію про реальний стан ринку, але й запобігати незаконним діям його учасників, припиняти їх, безпосередньо впливати на рішення у випадку конфліктних ситуацій. Особливо важливим виконання цих вимог стає нині, коли відбувається перехід вітчизняних акціонерних компаній на використання виключно документарної форми акцій [2, ст. 20]. Державний контроль за додержанням встановлених процедур і правил ведення облікових записів на електронних рахунках, забезпечення рівного доступу зацікавлених осіб до користування такого роду баз даних, по суті, виступає визначальним чинником реалізації загальнонаціональних інтересів у сфері регулювання корпоративних відносин і формування дієвої системи корпоративної безпеки. На жаль, зараз у нашій країні виконання цих завдань стикається із значними труднощами, пов'язаними із наявністю численних суперечностей у нормативно-правовому та організаційному супроводі депозитарної діяльності.

З огляду на це не випадково, що серед пріоритетів реалізації Плану заходів щодо протидії протиправному поглинанню та захопленню підприємств уряд визначив розробку і подання на розгляд Верховної Ради України проекту Закону України "Про систему депозитарного обліку цінних паперів" [3]. Цей документ покликаний врегулювати питання діяльності учас-

ників національної депозитарної системи, забезпечити необхідні правові підстави для створення єдиного центрального депозитарію та формування ефективної системи депозитарного обліку цінних паперів [4]. Це актуалізує проблему уточнення завдань держави стосовно розвитку депозитарної діяльності та базових принципів їх запровадження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання використання обліково-інформаційних механізмів у системі антирейдерського захисту корпорацій є предметом аналізу багатьох сучасних науковців і практиків. Серед останніх публікацій за цією тематикою варто відзначити розробки О.О.Белікова, А.В.Грайворонського, О.М.Хольченкова [1], М.Г.Іонцева [5], О.Є.Молотнікова [6], Н.Д.Бут, І.С.Вікторова, Д.А.Звягінцева, О.С.Опенишева [7]. Аналіз цих досліджень засвідчує, що в них зроблений наголос на з'ясуванні засобів підвищення ефективності системи обліку прав власності та депозитарної діяльності при формуванні системи безпеки діяльності окремих компаній, а можливості їх застосування на рівні держави розглядаються опосередковано. Важливі практичні аспекти участі депозитаріїв у проведенні корпоративних дій компаній-емітентів висвітлюються в порівняльному огляді робочої групи Асоціації центральних депозитаріїв Євразії (АЦДЄ) [8]. Проте особливості державного впливу на реалізацію відповідних механізмів з урахуванням реалій господарського життя кожної окремої країни розглядаються у цій роботі недостатньо і потребують більш детального розгляду.

Таким чином, *завданнями статті* є аналіз проблем, пов'язаних із розвитком депозитарної системи України при реалізації завдань державної політики у сфері протидії корпоративному рейдерству, уточнення пріоритетних напрямів цієї діяльності та доцільних засобів їх реалізації в сучасних умовах господарювання.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових досліджень. Становлення депозитарної системи в Україні припадає на середину 90-х рр., коли в результаті масової приватизації державних підприємств було створено значну кількість акціонерних товариств. Стало очевидним, що подальший розвиток корпоративного сектору національної економіки потребує формування необхідного інфраструктурного забезпечення, насамперед - організації діяльності інституцій з обліку і захисту прав власності.

Сьогодні депозитарна система України складається з двох рівнів. Нижній рівень - це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів. Верхній рівень - це Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Основними видами діяльності учасників Національної депозитарної системи є: зберігання та обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних

паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів, кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів тощо [9, ст. 2].

За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), на початку 2010 р. в Україні ліцензії на провадження депозитарної діяльності зберігачів цінних паперів мали 297 учасників фондового ринку, а ліцензії на провадження діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів - 367 учасників [10]. При цьому на ринку функціонує два депозитарії - Національний депозитарій України (НДУ) та "Всеукраїнський депозитарій цінних паперів" (ВДЦП), який є правонаступником депозитарію "Міжрегіональний фондовий союз".

Як зазначається у звіті НДУ за 2009 р., за станом на початок поточного року загальний обсяг його депозитарних активів дорівнював 17,8 млрд грн. Загальна кількість емітентів - клієнтів НДУ становила 118, а клієнтів - зберігачів цінних паперів - 122 (у 69 банків та 53 торговці цінними паперами). На звітну дату Нацдепозитарій мав кореспондентські відносини з чотирма зарубіжними депозитаріями [11, с. 6-8]. НДУ має організаційно-правову форму відкритого акціонерного товариства, в якому 86% статутного капіталу належить державі і перебуває в управлінні ДКЦПФР; решта статутного капіталу (14%) належить 20 учасникам фондового ринку - юридичним особам [11, с. 5].

У свою чергу, згідно з даними звіту ВДЦП за 2009 р., станом на початок поточного року загальний обсяг активів, які обслуговувались цим депозитарієм, дорівнював 373,6 млрд грн, при цьому ВДЦП мав кореспондентські відносини з одним зарубіжним депозитарієм. Загальна кількість емітентів - клієнтів ВДЦП становила 3261, а клієнтів - зберігачів - 303 (у тому числі 129 банків та 174 торговці цінними паперами) [12, с. 2-3]. Засновниками цього приватного акціонерного товариства виступають: Національний банк України (володіє 22,86% статутного капіталу), ВАТ "Державний ощадний банк України", ПАТ КБ "ПриватБанк", ПАТ "Державний експортно-імпорتنний банк України", АКБ соціального розвитку "Укрсоцбанк", ПАТ "Перший український міжнародний банк", АКІБ "УкрСіббанк", ВАТ "Фондова біржа "ПФТС" та інші юридичні особи [12, с. 4]. Контрольний пакет акцій цього депозитарію перебуває у власності приватних банківських структур, більшість яких належить іноземним інвесторам. Зауважимо, що саме на ВДЦП нині припадає лівова частка розрахунково-клірингових операцій з обслуговування обігу цінних паперів в Україні.

Наявність розгалуженої мережі учасників депозитарної діяльності, розмежування їх основних функцій свідчить, що на сьогодні в нашій країні сформовані необхідні базові елементи Національної депозитарної системи. Однак цього недостатньо, аби забезпечити ефективність її діяльності. Це

зумовлено тим, що чинна нормативно-правова база не виключає можливості маніпулювання учасниками цієї системи базами даних власників цінних паперів, у деяких випадках - їх фальсифікації, навмисної втрати, вчинення інших шахрайських дій. Процедури такого обліку часто встановлюються учасниками системи на власний розсуд, без чіткої прив'язки до усталених стандартів цієї діяльності. При цьому контроль за додержанням ними ліцензійних правил з боку ДКЦПФР залишається фрагментарним, використовувані санкції впливу за фактами виявлених порушень - недостатніми. Паралельне існування окремих систем депозитарного обліку цінних паперів - державних і корпоративних, документарних та бездокументарних - зумовлює збільшення організаційних, технологічних і грошових витрат, і, відповідно, ризиків професійних учасників ринку та власників цінних паперів.

Варто також додати, що нинішня система депозитарного обліку прав власності не створює необхідних гарантій виконання угод з купівлі-продажу цінних паперів. Через відсутність централізованого клірингу і розрахунків типу "поставка проти платежу" на вітчизняному фондовому ринку домінують рейтингові котирування, які не показують реальної вартості відповідних активів, а тому його ліквідність залишається вкрай низькою. За цих обставин не випадково в Україні набули поширення саме рейдерські, нелегітимні схеми перерозподілу корпоративного контролю: сьогодні в країні фактично відсутні необхідні інституційні основи для цивілізованого запровадження такого роду процесів.

Досвід країн, які стикнулися з проблемою корпоративного рейдерства, доводить, що її розв'язання передбачає здійснення низки заходів, спрямованих на удосконалення правових засобів захисту інтересів добросовісних інвесторів [5, с. 120-126, 167-169; 6, с. 189-203; 7, с. 185-194]. Важливим механізмом протидії поширенню рейдерських схем здобуття корпоративного контролю також є посилення позицій центрального депозитарію в частині розробки і запровадження певних стандартів ведення обліку прав власності та корпоративних дій, збереження контрольних копій реєстрів власників іменних цінних паперів, розрахунково-клірингового обслуговування відповідних операцій тощо [1, с. 164-170; 6, с. 304-307; 8, с. 5].

У цьому контексті слід визнати, що Україна залишається чи не єдиною країною на пострадянському просторі, яка досі не має єдиного повнофункціонального центрального депозитарію [8, с. 3-4]. Нині в нашій країні два депозитарії - НДУ та ВДЦП - претендують на отримання статусу центрального. Проте жодна з цих інституцій, зберігаючи за собою виконання окремих завдань депозитарної діяльності, зараз не спроможна самостійно, повною мірою виконувати функції центральної ланки в цій системі. Очевидно, що такий стан справ не відповідає потребам формування в країні сучасної депозитарної системи, реалізації завдань держави у сфері регулю-

вання корпоративних відносин у цілому. Отже, найбільш очікуваний сьогодні крок у розвитку Національної депозитарної системи - становлення потужного, повнофункціонального єдиного центрального депозитарію.

Сьогодні науковцями і практиками висуваються численні варіанти об'єднання (в тому числі - злиття) НДУ та ВДЦП. Проте кожен з них, на наш погляд, містить у собі внутрішні протиріччя, перешкоди для модернізації депозитарної системи. Це не випадково, оскільки при створенні кожного із згаданих депозитаріїв закладались концептуально різні підходи. З одного боку, - держава повинна брати участь і бути одним з організаторів національної депозитарної системи, її центральної ланки. З другого - центральний інститут інфраструктури ринку повинен належати учасникам ринку і управлятися ними. На основі першого підходу був створений НДУ, на основі другого - ВДЦП. Слід також взяти до уваги, що об'єднуються в цьому разі не просто різні юридичні особи, але й різні облікові системи, які функціонують відповідно до різних стандартів діяльності, використовують різні програмні засоби. За цих обставин важко розраховувати на те, аби об'єднання депозитаріїв відбулося безконфліктно і без надмірних організаційних витрат.

Уявляється, що при створенні єдиного центрального депозитарію в нашій країні треба шукати спосіб не стільки об'єднання, скільки чіткого розмежування функцій НДУ та ВДЦП, аби вони могли чітко розподілити сфери компетенції своєї діяльності і доповнювати один одного. При цьому пріоритет має віддаватися НДУ, оскільки наразі його найбільшим акціонером, власником контрольного пакета акцій є держава. Це дає змогу уповноваженим державним структурам використовувати більш широкий набір засобів впливу на діяльність цього акціонерного товариства, включаючи контрольні. З огляду на це пропонується закріпити за Нацдепозитарієм функцію ведення єдиного реєстру, тобто обліку цінних паперів у загальнонаціональному масштабі. Інший депозитарій - ВДЦП - зосереджуватиме виконання функцій з розрахунків за біржовими операціями. У цьому разі ВДЦП, по суті, стає розрахунково-кліринговою установою, а НДУ перетворюється в центральний обліковий інститут. Така холдингова система організації єдиного центрального депозитарію практикується у багатьох країнах, наприклад у Російській Федерації, і вже довела свою ефективність [8, с. 5].

Реалізація цієї програми передбачає, зокрема, передачу і депонування в НДУ всіх глобальних сертифікатів цінних паперів, контрольних копій реєстрів власників іменних цінних паперів, формування єдиного документообігу та обслуговування угод на фондовому ринку на основі його стандартів. З точки зору організації системи превентивного захисту від корпоративного рейдерства особливої уваги потребують питання, пов'язані із врегулюванням участі Нацдепозитарію в проведенні корпоративних дій вітчиз-

няних компаній - емітентів цінних паперів. Це стосується грошових виплат (зокрема дивідендів), операцій з цінними паперами (конвертація, збільшення номінальної вартості акцій, об'єднання випусків), проведення загальних зборів акціонерів, утримання податків та надання податкових пільг. Для належного технологічного супроводу діяльності НДУ як центрального облікового інституту необхідно створити в його структурі сховище документарних цінних паперів, всебічно сприяти розвитку національної інформаційної мережі та системи передач даних (НІМ СПД).

Водночас необхідно послідовно здійснювати кроки в частині приведення у відповідність процедур і правил розрахунково-клірингової діяльності, які запроваджені в Україні, із міжнародними стандартами. Актуальним стає підключення прямих учасників Національної депозитарної системи (депозитаріїв, зберігачів, реєстраторів) і організаторів торгівлі (бірж, ПФТС) до системи обслуговування ВДЦП. Відтак замість нинішньої ситуації, коли торгівлі системи не гарантують оплати придбаних цінних паперів, має прийти принцип "постачання проти платежу", що означає одночасне переведення цінних паперів на рахунок покупця і грошей на рахунок продавця. Можливими засобами реалізації цього завдання є створення спеціалізованого розрахункового (клірингового) банку, встановлення і розширення кореспондентських відносин ВДЦП з центральними депозитаріями інших країн.

Розподіл сфер компетенції між Нацдепозитарієм та Всеукраїнським депозитарієм доцільно закріпити на законодавчому рівні. З цією метою пропонується при доопрацюванні положень розділу II проекту закону "Про систему депозитарного обліку цінних паперів" [4] врахувати можливості створення єдиного центрального депозитарію у формі холдингу, а в розділі V - уточнити механізми державного впливу на діяльність його облікової та розрахунково-клірингової інституцій.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Поширення корпоративного рейдерства в сучасних умовах України значною мірою зумовлено недосконалістю практики організації і ведення депозитарної діяльності. Численні зловживання - створення подвійних реєстрів акціонерів, фальсифікація даними власників іменних цінних паперів, нелегітимне використання інсайдерської інформації - є наслідком непослідовної політики держави в зазначеній сфері відносин. З метою вирішення проблем, які нині гальмують розвиток депозитарної системи України, необхідно: суттєво удосконалити чинну нормативно-правову бази ведення відповідної діяльності шляхом доопрацювання і прийняття Закону України "Про систему депозитарного обліку цінних паперів", здійснити низку заходів, спрямованих на становлення потужного, повнофункціонального єдиного центрального депозитарію, підвищити дієвість контролю уповноважених органів влади за дотриманням встановлених правил і

процедур обліку прав власності, доступу до користування корпоративною інформацією, яка зосереджується в депозитарних установах.

Перспективними напрямками подальших досліджень автор статті вважає аналіз сучасного стану та провідних тенденцій розвитку ринку корпоративного контролю в Україні, визначення основних завдань держави з регулювання цього ринку та прийнятних засобів їх реалізації з урахуванням специфіки господарського життя нашої країни.

Список використаних джерел

1. *Беліков О. О.* Великий рейдерський словник. Превентивні методи захисту, або як протистояти рейдерському захопленню / О. О. Беліков, А. В. Грайворонський, О. М. Хольченков. - К. : Юстініан, 2009. - 296 с.
2. Закон України про акціонерні товариства. - Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17&zahyst=4/UMfPEGznhh7lf.Zi0JE8dMNI4Lgs80msh8Ie6>
3. Про затвердження плану заходів щодо протидії протиправному поглинанню та захопленню підприємств : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 9 черв. 2010 р. № 1199-р. - Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1199-2010-%F0>
4. Про систему депозитарного обліку цінних паперів : проект Закону України № 3021 від 28 лип. 2008 р. - Режим доступу : http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?id=&pf3511=33099
5. *Ионцев М. Г.* Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмейл : монография / М. Г. Ионцев. - 3-е изд., перераб. и доп. - М. : Ось-89, 2008. - 272 с.
6. *Молотников А. Е.* Слияния и поглощения. Российский опыт : монография / А. Е. Молотников. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Вершина, 2007. - 344 с.
7. Противодействие недружественным поглощениям : научн.-практ. пособие [Н. Д. Бут, И. С. Викторов, Д. А. Звягинцев, О. С. Опеньшев] ; рук. авт. кол. И. С. Викторов. - М. : ОЛМА Медиа Групп, 2006. - 352 с.
8. Участие депозитариев "Ассоциации центральных депозитариев Евразии" в проведении корпоративных действий эмитентов : доклад рабочей группы "Корреспондентские отношения" АЦДЕ, рук. Г. В. Аксенова. - Режим доступа : http://aecsd.com/common/img/files/protocols/p6/d005_3.pdf
9. Закон України про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. - Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=710%2F97-%E2%F0>
10. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 рік. - Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>
11. Звіт Національного депозитарію України за 2009 рік. - Режим доступу : http://www.ndu.gov.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=85&Itemid=60&lang=ua
12. Звіт приватного акціонерного товариства "Всеукраїнський депозитарій цінних паперів" за 2009 рік. - Режим доступу : http://www.ausd.com.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=293&Itemid=354