

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДОНБАСЬКА ДЕРЖАВНА МАШИНОБУДІВНА АКАДЕМІЯ**

КОЗЛОВА Вікторія Олександрівна

УДК 336.761:338.49 (477)

**ІНСТИТУЦІЙНА МОДЕЛЬ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ
В УМОВАХ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

Краматорськ – 2016

Дисертацією є рукопис.

Роботу виконано в Кременчуцькому національному університеті імені Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України (м. Кременчук).

Науковий керівник – кандидат економічних наук, доцент
Яценко Наталя Михайлівна,
Кременчуцький національний університет імені Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України (м. Кременчук),
доцент кафедри обліку, аналізу та аудиту.

Офіційні опоненти:

доктор економічних наук, професор **Косова Тетяна Дмитрівна,**
ДВНЗ «Придніпровська державна академія будівництва та архітектури»
Міністерства освіти і науки України (м. Дніпро), професор кафедри фінансів і маркетингу;

доктор економічних наук, професор **Рекуненко Ігор Іванович,** навчально-науковий
інститут бізнес-технологій «УАБС» Сумського державного університету
Міністерства освіти і науки України (м. Суми), професор кафедри фінансів.

Захист дисертації відбудеться *17 вересня 2016 року* об *11:00* на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 12.105.03 у Донбаській державній машинобудівній академії Міністерства освіти і науки України за адресою: 84313, м. Краматорськ, бул. Машинобудівників, 39а, ауд. 6220.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Донбаської державної машинобудівної академії Міністерства освіти і науки України за адресою: 84313, м. Краматорськ, вул. Академічна (Шкадінова), 72.

Автореферат розісланий *16 серпня 2016 року*.

В.о. вченого секретаря
спеціалізованої вченої ради
доктор економічних наук, доцент



Г. В. Тельнова

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Розвинений і прозорий фондовий ринок, який забезпечує безперешкодний доступ ринкових суб'єктів до фінансових ресурсів, є запорукою сталого розвитку національної економіки та її фінансової системи. Фондовий ринок створює інституційне середовище функціонування фінансових корпорацій, на ньому розміщуються фінансові інструменти держави і органів місцевого самоврядування, він надає можливості залучення капіталу та інвестування коштів для підприємств реального сектора економіки та домогосподарств, що обумовлює його значущість для вирішення проблем сьогодення. Депозитарна система, як облікова та розрахунково-клірингова складова інфраструктури ринку цінних паперів, відіграє важливу роль у системі його розвитку. Інституційні особливості депозитарних моделей визначаються типом фінансових систем, проте в умовах взаємопроникнення економік різних країн відбувається їх гармонізація й уніфікація. Обраний Україною шлях на євроінтеграцію обумовлює необхідність уточнення методологічних засад і принципів функціонування національної депозитарної системи.

Інституційними особливостями фондового ринку України є диспропорції розвитку його біржового та позабіржового сегментів. Співвідношення обсягів організованої торгівлі цінними паперами та ВВП України за підсумками 2015 р. становить лише 14,46%, що є недостатнім і значно відстає від розміру угод на позабіржовому ринку. Порівняно з 2014 р. обсяг біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі зменшився на 53,81% – до 286,21 млрд грн. Іншою, значущою для розвитку національного фондового ринку, проблемою виступає питання захисту прав його учасників, яка виражається у непрозорості обліку руху цінних паперів, розповсюдженні рейдерства через вади пруденційного регулювання та нечіткість інституційної моделі депозитарної системи. Зазначені обставини обумовлюють необхідність трансформації інституційного середовища фондового ринку, спрямованої на створення прозорих і раціональних «правил гри» на ньому, пріоритет непорушності прав власників цінних паперів, підвищення рівня професійного управління активами. Вагоме значення в цьому процесі відіграє інститут депозитаріїв, який забезпечує облік та опосередковує рух фінансових активів, надає послуги з фінансових аспектів корпоративного управління, забезпечує реалізацію прав емітентів та власників цінних паперів. Тому актуальним є удосконалення моделі національної депозитарної системи з урахуванням інституціональних особливостей фондового ринку та євроінтеграційних процесів.

У сучасній фінансовій науці питанням еволюції та організації діяльності, функціям і послугам депозитарних установ присвячується все більше уваги. Серед зарубіжних досліджень даного питання слід відзначити роботи Г. Кніпса [*G. Knieps*], А. Мілна [*A. Milne*], Д. Руссо [*D. Russo*], Ц. Хольтхаусена [*C. Holthausen*]. Серед вітчизняних авторів, які займаються даною проблемою, варто назвати Р. Арутюнян, В. Бодрова, С. Брус, Т. Косову, В. Костюк, О. Мозгового, С. Москвіна, Т. Лапшину, О. Леось, Б. Пшика, І. Рекуненко, Г. Сивченко, С. Стасіневич, В. Федосова. Разом із тим, попри наявність вагомих результатів наукових досліджень у сфері депозитарного забезпечення фінансових відносин та його пруденційного регулювання, потребують удосконалення і подальшої розробки концептуальні підходи до конгруентного

розвитку національної депозитарної системи та фондового ринку, а також механізми їх реалізації. Це стосується формування інституційної моделі депозитарної системи з урахуванням рівня розвитку фондового ринку України та перспектив його інтеграції у світовий фінансовий ринок, а також проблем забезпечення результативності взаємодії установ депозитарної системи між собою, з учасниками фондового ринку, з фондовими біржами та іншими торговельними майданчиками в частині процедур лістингу і делістингу, електронного обігу цінних паперів, визначення їх справедливої ринкової ціни, підвищення інвестиційної привабливості. Зазначені міркування обумовлюють актуальність, мету та предметно-об'єктну область дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Викладені в дисертації теоретичні положення, практичні результати та висновки отримано в ході виконання держбюджетної науково-дослідної роботи Кременчуцького національного університету імені Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України: «Формування системи інноваційно-інвестиційного розвитку регіону в умовах кризових явищ в економіці» (державний реєстраційний номер 0110U003597, 2013-2015 рр.), у межах якої автором формалізовано інституційну модель депозитарної системи як елементу інфраструктури перерозподілу інвестиційних ресурсів через фондовий ринок, проаналізовано форми та методи взаємодії депозитарних установ із учасниками фондового ринку України, запропоновано методичні положення з удосконалення пруденційного нагляду та управління фінансовими ризиками депозитарних установ.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є теоретичне обґрунтування та розробка науково-методичних і практичних рекомендацій щодо вдосконалення інституційної моделі депозитарної системи України відповідно до потреб розвитку фондового ринку.

Для реалізації зазначеної мети поставлено та вирішено такі завдання:

визначено інституційні особливості фондового ринку як основи моделі депозитарної системи;

формалізовано інституційну модель депозитарної системи України;

удосконалено концептуальні положення розвитку інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку;

визначено етапи еволюції інституційної моделі депозитарної системи та фондового ринку України;

проведено оцінку їх конгруентності на підставі узагальнення практики постдокументарного обігу цінних паперів та його депозитарного обслуговування;

адаптовано зарубіжний досвід для конгруентного розвитку депозитарної системи України та фондового ринку;

обґрунтовано шляхи удосконалення пруденційного нагляду й управління ризиками діяльності депозитарних установ на фондовому ринку;

удосконалено науково-методичний підхід до взаємодії депозитарної та біржової систем.

Об'єктом дослідження є процеси формування депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку.

Предметом дослідження є теоретико-методичні та прикладні аспекти удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку.

Методи дослідження. Теоретичною та методологічною базою дисертації виступили положення теорії фінансових ринків, інституційних теорій, концептуальні підходи до обґрунтування ієрархії депозитарної системи. Для розв'язання завдань дисертаційної роботи було використано низку сучасних наукових підходів і методів: *функціональний підхід та історичний метод* (для визначення особливостей формування функцій депозитарних інституцій у ході становлення фондового ринку та опису їх еволюції); *абстрактно-логічний метод і методологія ієрархічного підходу* (для формалізації інституційної моделі національної депозитарної системи); *системний підхід* (для формування концептуальних положень удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України); *методи класифікації та узагальнення* (для ідентифікації рівня розвитку фондового ринку України); *методи економетричного аналізу* (для побудови багатофакторної регресійної моделі індексу Української біржі (UX)); *порівняльний аналіз* (для визначення напрямів адаптації зарубіжного досвіду функціонування депозитарних систем до потреб розвитку фондового ринку України); *нормативний метод* (для визначення ключових пруденційних індикаторів аналітичної оцінки діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку).

Інформаційною базою дисертації є наукові праці з питань розвитку фондового ринку та його інфраструктури, нормативно-правові акти, що регулюють обіг цінних паперів та депозитарну діяльність, статистичні дані та аналітичні матеріали Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), Національного депозитарію України та депозитаріїв інших країн, Банку міжнародних розрахунків і Міжнародної організації комісій з цінних паперів, Європейського Центрального Банку.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в обґрунтуванні теоретичних засад і науково-методичних положень щодо удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України з урахуванням потреб та особливостей розвитку фондового ринку. До числа результатів, що характеризують наукову новизну дослідження, належать наступні:

удосконалено:

концептуальні положення розвитку інституційної моделі депозитарної системи України, в основу яких покладено мету забезпечення адекватності потребам фондового ринку та подолання обмежень її реформування, а також сучасні економічні теорії: теорії фінансових ринків, інституціональні теорії (теорія прав власності, трансакційних витрат, опортуністичної поведінки) і принципи (історичності, логічності, системності, суб'єктивності, комплексності, конгруентності розвитку депозитарної системи і фондового ринку). На відміну від існуючих положень, пропонувані ґрунтуються на діалектичному зв'язку між інституціоналізацією депозитарної системи та фондового ринку в умовах розвитку бездокументарного обігу цінних паперів;

функціональний підхід до управління діяльністю депозитарних установ на основі ідентифікації кваліфікуючих (обов'язкових) та додаткових (сервісних) функцій.

До першої групи функцій запропоновано віднести: облік і посвідчення прав на цінні папери, облік їх зберігання і виведення з обігу, розрахунки, надання звітності по операціям по рахунках клієнтів, виплата доходів по цінних паперах, одержання і перерахування дивідендів і відсотків по ним, а також забезпечення інших форм надходжень на рахунки клієнтів. До другої групи функцій – обслуговування корпоративних дій, одержання і передачу інформації про події, що відбуваються в акціонерному товаристві, кредитування під заставу цінних паперів, аналітичне забезпечення з дослідження різних сегментів ринку цінних паперів, підтримка розміщення цінних паперів на організаторах торгівлі. Перевагою пропонованого підходу є акцент на розвиток функцій другої групи, що підвищує значення депозитарних установ в інфраструктурі фондового ринку;

аналітичну систему оцінки діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку на основі визначення ключових індикаторів: загальних – регулятивний капітал; специфічних: для торговців цінними паперами – норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу, норматив адекватності капіталу першого рівня, коефіцієнт фінансового левериджу, коефіцієнт абсолютної ліквідності; для Центрального депозитарію і депозитаріїв першого (нижнього) рівня – норматив достатності власних коштів, коефіцієнт покриття операційного ризику; для клірингових установ – коефіцієнт покриття зобов'язань учасників клірингу, коефіцієнти ліквідності (абсолютної і загальної) і фінансової стійкості. На відміну від існуючих систем, пропонована забезпечує аналітичну підтримку синтезу процедур внутрішнього аудиту та пруденційного нагляду та сприяє зниженню ризиків депозитарних установ (фінансового, втрати ділової репутації) та клірингових організацій (ринкового, кредитного, ліквідності);

науково-методичний підхід до взаємодії депозитарної та біржової систем на основі: використання сегрегованих рахунків на рівні Центрального депозитарію депозитарною установою; виплати доходів емітентом виключно через депозитарну систему і забезпечення зберігання коштів на рахунках депозитарної установи до моменту виплати депоненту; визначення вимог до програмного забезпечення; забезпечення вільного руху капіталу; передачі інформації про всі корпоративні дії емітентів через Центральний депозитарій до депозитарних установ, унеможливлення несанкціонованого доступу до інформації, що зберігається Центральним депозитарієм та депозитарними установами. Перевагою пропонованого підходу над існуючими є: зниження операційного, технічного, інсайдерського ризиків депозитарної діяльності, підвищення якості системи розкриття інформації емітентами, забезпечення можливості своєчасного одержання її інвесторами; покращення рівня корпоративного управління;

дістали подальшого розвитку:

формалізація інституційної моделі депозитарної системи України ієрархічного типу в умовах розвитку фондового ринку, в основі якої лежить послідовна еволюція і розширення переліку функцій та змісту операцій депозитарних установ, поглиблення їх спеціалізації, забезпечення інституційної та управлінської незалежності депозитаріїв від емітентів, інвесторів, банківських установ, розширення інформаційно-комунікативних зв'язків депозитарних установ із суб'єктами фондового ринку та його

інфраструктурними учасниками. На відміну від відомих моделей, пропонована ґрунтується на трактуванні терміну «цінні папери» в історичному контексті, тобто на постдокументарному етапі їх еволюції доцільно замінити титулами власності на активи і титулами грошових зобов'язань в електронній формі;

процесний підхід до формалізації діяльності депозитарних установ на основі виділення бізнес-процесів: реєстраційно-адміністративних, обліково-інвентаризаційних, аналітично-інформаційних, блокувальних, зведено-узагальнюючих, регулятивно-наглядових, супровідних. На відміну від існуючих, пропонований ґрунтується на інституціоналізації здійснення бізнес-процедур на основі певних стандартів: нормативно-правової бази щодо статусу та змісту діяльності депозитаріїв, депозитарного договору, клієнтського регламенту, правил торгівлі на фондовому ринку, пруденційних правил, правил захисту та обміну інформацією;

науковий підхід до адаптації зарубіжного досвіду функціонування депозитарних систем до потреб розвитку фондового ринку України, зміст якого полягає у: переданні функцій Розрахункового центру фондовим біржам; наділенні Центрального депозитарію повноваженнями грошових розрахунків за операціями з цінними паперами і виконанням угод; розвиток клірингових установ, призначенням яких є прийняття ризиків учасників торгів із метою їх мінімізації; підвищенні рівня конкуренції між депозитаріями; розширенні кореспондентських відносин Центрального депозитарію щодо встановлення міжнародних депозитарних зв'язків. Перевагою пропонованого підходу, порівняно з існуючими, є врахування концептуальних засад європейської моделі депозитарних систем і банківсько-орієнтованих фінансових систем в умовах курсу України на євроінтеграцію, що дозволить поступово підвищити рівень вітчизняного фондового ринку від автономного до емерджентного;

методичний підхід до вимірювання конгруентності розвитку депозитарної системи і фондового ринку на основі побудови кореляційно-регресійної моделі залежності індексу Української біржі від кількості емітентів, об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків, офіційного курсу долара США, а також формалізації трендів цих показників. Перевагою пропонованого підходу над існуючими є виявлення сигналів деформації інститутів депозитарної системи та фондового ринку, про що свідчить зворотний зв'язок між узагальнюючим показником та обсягом дематеріалізованих цінних паперів, а також відсутність істотного зв'язку індексу з факторами, які не увійшли у побудовані моделі, зокрема, обсягом знерухомлених цінних паперів;

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що на основі обґрунтування теоретико-методологічних засад функціонування й удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку було сформовано науково-методичні положення, доведені до рівня конкретних рекомендацій і результатів. Зокрема, пропозиції з удосконалення методичних положень щодо аналітичного забезпечення послуг депозитарної установи впроваджені у діяльність депозитарної установи ТОВ «Кремінь Брок» (довідка про впровадження від 29.10.2015 р. № 150/1), рекомендації щодо аналітичного забезпечення оцінки впливу функціонування депозитарної системи на рівень активності фондового ринку України впроваджені в діяльність депозитарної установи ТОВ «КрАЗ – Капітал» (довідка про

впровадження від 13.11.2015 р. № 33/15), рекомендації щодо удосконалення пруденційного нагляду депозитарних установ впроваджено в діяльність депозитарної установи ТОВ «Менеджмент Треже Трейдинг Лімітид» (довідка про впровадження від 24.11.2015 р. № 48), пропозиції автора щодо напрямів удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України використано при підготовці аналітичної записки з розвитку нормативно-правової бази функціонування фондового ринку України Інститутом економіко-правових досліджень НАН України (довідка про впровадження від 21.09.2015 р. № 122/к-09/15), а також в ході підготовки нормативно-правових актів з питань регулювання депозитарної та клірингової діяльності Департаменту регулювання депозитарної та клірингової діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка про впровадження від 13.01.2016 р. № 25-01/16).

Теоретичні та методичні положення, викладені в дисертації, використовуються з метою удосконалення навчально-методичного забезпечення дисциплін «Фінансовий ринок», «Ринок фінансових послуг» в Кременчуцькому національному університеті імені Михайла Остроградського (довідка про впровадження № 7 від 23.10.2015 р.).

Особистий внесок здобувача. У дисертації наведено авторські результати дослідження в сфері удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку. Наукові положення, висновки й рекомендації, які виносяться на захист, одержані дисертантом самостійно. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертації використано лише ті ідеї та положення, які є результатом особистого дослідження дисертанта.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дослідження обговорювалися і були схвалені на науково-практичних конференціях різного рівня: міжнародних - «Міжнародна практика соціально-економічного розвитку країни: проблеми та перспективи» (Київ, 2015); «Обеспечение экономической безопасности в современных условиях» (Астана, 2015); «Регіональний розвиток – основа становлення української держави» (Донецьк, 2014), «Актуальні питання забезпечення стійкого розвитку національного господарства» (Кременчук, 2011), всеукраїнській - «Фінансове забезпечення діяльності суб'єктів господарювання» (Кременчук, 2015).

Публікації. Основні положення та результати дослідження опубліковано у 13 наукових працях, з яких: сім статей у наукових фахових виданнях (з них одна – у виданні, включеному до міжнародних наукометричних баз) та одна стаття – у журналі, включеному до міжнародних каталогів наукових видань і наукометричних баз, п'ять тез матеріалів конференцій. Загальний обсяг публікацій становить 5,50 ум.-друк. арк., з яких особисто автору належить 4,81 ум.-друк. арк.

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел (209 найменувань на 24 сторінках), двох додатків (на 25 сторінках), містить 26 таблиць і 25 рисунків. Повний обсяг роботи становить 233 сторінки.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У першому розділі «**Теоретико-методичні основи функціонування депозитарної системи в умовах розвитку фондового ринку**» визначено інституційні особливості фондового ринку як основи моделі депозитарної системи; формалізовано інституційну модель депозитарної системи України; удосконалено

концептуальні положення розвитку інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку.

Виявлено закономірності еволюції фондових ринків і депозитарних систем в умовах розвитку фінансових відносин: розширення переліку функцій та змісту операцій депозитарних установ від простих реєстраторів до глобальних кастодіанів, поглиблення їх спеціалізації в рамках поділу на розрахункові та кастодіальні, забезпечення інституційної та управлінської незалежності депозитаріїв від емітентів, інвесторів, банківських установ, розширення інформаційно-комунікативних зв'язків депозитарних установ із суб'єктами фондового ринку та його інфраструктурними учасниками. Визначено інституційні передумови результативності функціонування депозитарної системи України: глобалізація економічних відносин, відкритість національного фондового ринку та його європейська інтеграція, ділова культура та самоорганізація на фінансовому ринку, захист прав власності, розвиток корпоративного управління, впровадження електронного обігу цінних паперів, якість нормативно-правового та інформаційного забезпечення депозитарної діяльності, пруденційний нагляд.

Еволюція інституту депозитаріїв пов'язана з розширенням функцій інфраструктурної підтримки відносин з приводу обігу фінансових активів та їх технологічного забезпечення, обумовлених розвитком інструментів, технологій, правових та організаційних форм діяльності на фондовому ринку у зв'язку з механізмами фінансування діяльності суб'єктів господарювання, держави та місцевого самоврядування. Функції депозитарних установ можна поділити на «кваліфікуючі» (або «обов'язкові») та «додаткові» (або «сервісні»). В основі кваліфікуючих функцій лежить імперативний метод, покликаний забезпечити дотримання законності і захист прав власності в сфері обігу цінних паперів. Натомість сервісні функції ґрунтуються на диспозитивному методі, визначаються договорами з клієнтами і орієнтовані на покращення рівня корпоративного управління, підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів тощо.

Інституційну модель національної депозитарної системи складають два рівні депозитаріїв: на першому (нижньому) рівні функціонують депозитарії, які безпосередньо обслуговують операції емітентів та інвесторів на фондовому ринку країни; на другому (вищому) – Центральний депозитарій, який здійснює облікове та розрахункове обслуговування депозитаріїв нижчого рівня, виконує функції нагляду та контролю депозитарної діяльності, створення нормативних стандартів професійної діяльності на фондовому ринку, комунікує з учасниками та елементами інфраструктури фондового ринку (рис. 1).

Інституціоналізація депозитарної системи знаходиться у циклічно каузальному зв'язку з інституціоналізацією фондового ринку: з одного боку кількісний розвиток фондового ринку, диференціація видів операцій з фінансовими інструментами, зростання потреб в інструментах управління фінансовими ризиками емітентів та інвесторів обумовлюють розвиток, спеціалізацію і персоніфікацію депозитарної діяльності, а з іншого – інституціоналізація депозитарної діяльності визначає усталення практики відносин на фондовому ринку, поліпшення якості корпоративного управління, активізацію торгівлі цінними паперами тощо.



Рис. 1. Інституційна модель депозитарної системи України

Фондовий ринок України має низький рівень розвитку і згідно міжнародної класифікації *MSCI (Morgan Stanley Capital International World)* належить до автономних ринків (*stand-alone*), характеристики яких значно гірші порівняно з пограничними ринками (*frontier*) і ринками, що розвиваються (*emerging*). Тому інституційна модель національної депозитарної системи потребує удосконалення на основі розроблених концептуальних засад (рис. 2).



Рис. 2. Концептуальні положення розвитку інституційної моделі депозитарної системи України

Вони орієнтовані на забезпечення прав власності на фондовому ринку, скорочення рівня транзакційних витрат обігу цінних паперів, зниження ймовірності опортуністичної поведінки та забезпечення конгруентності депозитарної системи з фондовим ринком.

У другому розділі «Сучасна модель депозитарної системи України та її відповідність потребам розвитку фондового ринку» визначено етапи еволюції інституційної моделі депозитарної системи та фондового ринку України, проведено оцінку їх конгруентності, узагальнено практику постдокументарного обігу цінних паперів та його депозитарного обслуговування.

Залежно від домінуючої форми існування цінних паперів проведено періодизацію розвитку фондового ринку цінних паперів України шляхом виділення трьох етапів його розвитку: документарний (1991 – 1996 рр.); перехідний (1997 р. – жовт. 2013 р.); постдокументарний (жовт. 2013 р. і по теперішній час). Особливістю ієрархічної побудови національної депозитарної системи України виступає обмеження переліку функцій депозитаріїв нижнього рівня реєстрацією власників і веденням рахунків власників цінних паперів, тоді як основну масу депозитарних функцій, в т.ч. розрахункових, виконує Національний депозитарій України (НДУ). Інституційні правила депозитарної діяльності на фондовому ринку встановлюються одночасно Національним депозитарієм, НКЦПФР та Національним банком України (НБУ).

Оцінка реформування депозитарної системи передбачає виділення позитивних наслідків і можливостей, а також потенційних загроз її розвитку. Основними здобутками реформ є: створення єдиного депозитарію та ліквідація інституту реєстраторів, що зменшує ризики існування подвійних реєстрів власників цінних паперів, запровадження електронного обігу цінних паперів тощо. Потенційні ризики несе в собі структура власників Національного депозитарію України, оскільки майже 96% його капіталу контролюють державні установи та афілійовані з ними структури. Це збільшує ймовірність адміністративного впливу на діяльність депозитарних установ і, в комплексі з високим рівнем корупційності правової системи, наражає інвесторів на ризики рейдерства.

Для оцінки конгруентності показників депозитарної системи та стану розвитку фондового ринку проведено економетричне моделювання українського біржового індексу з урахуванням дев'яти змінних, загальна кількість спостережень за тижневими даними 2014-2015 рр. становить 103. Найбільш мінливими є такі показники: x_5 (кількість операцій щодо складання реєстрів власників іменних цінних паперів / переліків акціонерів за запитами), стандартне відхилення якого становить 372%, а значення коливалися від 127 од. до 1682 од. Значну варіативність (147%) мала змінна x_{10} (Індекс UX), який коливався від 665,84 до 1318,36. Високе стандартне відхилення (77,62%) має змінна x_2 (об'єм цінних паперів дематеріалізованих випусків), який змінювався від 100,9 млрд. грн до 337,8 млрд. грн. Значні коливання в часі (68,9%) демонструвала змінна x_7 (загальна кількість адміністративних операцій по рахунках клієнтів внаслідок внесення змін до реквізитів юридичних осіб) – від 21 од. до 367 од. Мінімальна кількість емітентів становила 10588 од., максимальна – 10705 од., що обумовило показник стандартного відхилення у розмірі 39,8%. За результатами розрахунків отримано такі моделі:

$$Y = 1,973x_1 - 1,287x_2 - 19,468x_6 - 19648,577, \quad R = 0,763; R^2 = 0,582; \quad (1)$$

$$Y = 1,8x_1 - 11,7x_9 - 17560,7, \quad R = 0,657; R^2 = 0,432. \quad (2)$$

де Y – Індекс UX ;

x_1 – кількість емітентів (од.); x_2 – об'єм цінних паперів дематеріалізованих випусків (млрд. грн); x_6 – загальна кількість наданих інформаційних довідок, що складаються на основі реєстрів власників іменних цінних паперів за запитами емітентів (од.); x_9 – курс долара США НБУ (грн).

Отримані моделі є статистично значущими, оскільки значення p -рівня для факторів і вільного члена значно менші за 0,005, а коефіцієнт детермінації за першою формулою складає 0,582, за другою – 0,432. Економічна інтерпретація формул (1), (2) полягає у такому: зростання кількості емітентів позитивно позначається на динаміці Індексу UX , а інші фактори (об'єм цінних паперів дематеріалізованих випусків, загальна кількість наданих інформаційних довідок, що складаються на основі реєстрів власників іменних цінних паперів за запитами емітентів, курс долара США НБУ) мають зворотний вплив. Результуючий показник і фактори, що увійшли до моделі, демонструють чітко виражені лінії трендів, які мають коефіцієнт множинної детермінації більше 0,7 (табл. 1).

Таблиця 1

Результати кореляційно-регресійного моделювання трендів показників функціонування депозитарної системи в 2014-2015 рр.

№ п/п	Назва показника	Функція	Формула	Значення R^2	Економічна інтерпретація
1	Кількість емітентів	поліном	$-0,0407x^2 + 3,9534x + 10595$	0,7058	Зростання-скорочення
2	Об'єм цінних паперів дематеріалізованих випусків	лінійний	$2,3866x + 93,433$	0,8439	Стійке зростання
		поліном	$-0,0177x^2 + 4,231x + 61,154$	0,8768	
		ступенева	$51,255 x^{0,3733}$	0,7061	
		експоненційна	$105,26e^{0,0125x}$	0,8157	
3	Індекс UA	поліном	$-0,1116x^2 + 8,694x + 968,11$	0,7145	Зростання-скорочення
4	Курс долара США НБУ (грн.)	логарифмічна	$4,9206\ln(x) - 1,110$	0,7094	Стійке зростання
		лінійна	$0,1662x + 8,2864$	0,8365	
		поліном	$-0,0008x^2 + 0,2511x + 6,8011$	0,8507	
		ступенева	$4,7413x^{0,332}$	0,812	
		експоненційна	$9,2023e^{0,010/x}$	0,8645	

Схожу економічну інтерпретацію має динаміка кількості емітентів і Індексу UX , яка описується поліномом другого ступеня із гілками донизу, тобто після стійкого зростання тенденція змінилася на скорочення. Тенденцію до стійкого зростання демонстрував об'єм цінних паперів дематеріалізованих випусків та курс долара США. Попри загальний висновок про здорову конгруентність, виявлено сигнали деформації інститутів депозитарної системи та фондового ринку, про що свідчить зворотний зв'язок між узагальнюючим показником та обсягом дематеріалізованих цінних паперів, а також відсутність істотного зв'язку індексу з факторами, які не увійшли у побудовані моделі, зокрема, обсягом знерухомлених цінних паперів.

У третьому розділі «**Науково-практичні рекомендації з удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку**» адаптовано зарубіжний досвід для конгруентного розвитку депозитарної системи України та фондового ринку; обґрунтовано шляхи удосконалення пруденційного нагляду і управління ризиками діяльності депозитарних установ на фондовому ринку; удосконалено науково-методичний підхід до взаємодії депозитарної та біржової систем.

Сучасні тенденції на світових ринках капіталів спонукають учасників локальних ринків коригувати підходи до побудови систем обліку прав власності та

виконання угод за цінними паперами відповідно до міжнародних стандартів. Головною метою їх розробки є вдосконалення процесу взаємодії між усіма учасниками розрахунків за операціями з цінними паперами та клірингу, зниження ризиків, а також удосконалення управління системою депозитарної діяльності.

Важливе місце у розвитку європейського та українського фондового ринку належить рекомендаціям Групи Джіованніні (*the Giovannini Group, GG*). Групою було визначено 15 чинників (бар'єрів), що стримують процеси розрахунку за цінними паперами та клірингу на світовому фондовому ринку, та розроблено рекомендації щодо їх усунення. Переважно вони стосуються трансграничної торгівлі цінними паперами та, зокрема, стандартів, які регулюють трансграничні розрахунки за операціями щодо цінних паперів. Значна увага у цих рекомендаціях приділяється створенню єдиної технологічної бази для проведення розрахунків (бар'єр 1), пропонується усунути розбіжності у практиці випуску цінних паперів (бар'єр 8), акцентується увага на впорядкуванні періодів розрахунків та проблемах віддаленого доступу до національних систем розрахунків і клірингу (бар'єри 4-6), наводяться пропозиції щодо усунення розбіжностей в юридичній системі (бар'єри 13-15), із метою забезпечення рівноправних умов для інвесторів, рекомендується усунути податки на операції щодо цінних паперів (бар'єр 12). Критична оцінка зарубіжного досвіду дозволила зробити висновок, що результатом реформування депозитарного обліку цінних паперів в Україні стало наближення вітчизняної системи до європейської моделі в частині її уніфікації, стандартизації, об'єднання з використанням рекомендацій ЄЦБ, Банку міжнародних розрахунків, Асоціації європейських центральних депозитаріїв, Міжнародної організації комісій з цінних паперів, групи Джіованніні.

Узагальнено елементи системи пруденційного регулювання депозитарної діяльності, яка, в свою чергу, є підсистемою пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку. Результативне функціонування депозитарної системи України неможливо без дієвих процедур фінансового контролю. На рівні Центрального депозитарію контрольні функції реалізує ревізійна комісія, на рівні депозитарної установи – служба внутрішнього аудиту. Депозитарні установи мають функціонувати на основі внутрішнього документу, що визначає систему управління ризиками при провадженні депозитарної діяльності, а діяльність служби внутрішнього аудиту має здійснюватися на підставі положення, яке затверджується рішенням наглядової ради. В свою чергу НКЦПФР має контролювати роботу служби внутрішнього аудиту депозитарної установи під час проведення її перевірки.

Узагальнено ризики, які можуть виникати при провадженні депозитарної діяльності Центральним депозитарієм, депозитарною установою та при провадженні клірингової діяльності: ризик настання неплатоспроможності та банкрутства (фінансовий ризик); технічний ризик; операційний ризик; правовий ризик; ризик втрати ділової репутації; ризик настання форс-мажорних обставин. До ризиків, що можуть виникати при здійсненні установою клірингової діяльності, належать такі види ризиків: ринковий ризик; кредитний ризик; ризик ліквідності; системний ризик. Дослідження пруденційних нормативів проведено на прикладі депозитарної

установи ТОВ «Креміль Брок» (код ЄДРПОУ зберігача 37015651), яка здійснює діяльність за кодом КВЕД 67.12.0 – біржові операції з фондовими цінностями і має рахунок зберігача 100024-UA40402941. Оскільки ТОВ «Креміль Брок» поєднує депозитарну діяльність із діяльністю з торгівлі цінними паперами, то установа розраховує пруденційні нормативи, визначені для торговця цінними паперами (рис. 3).

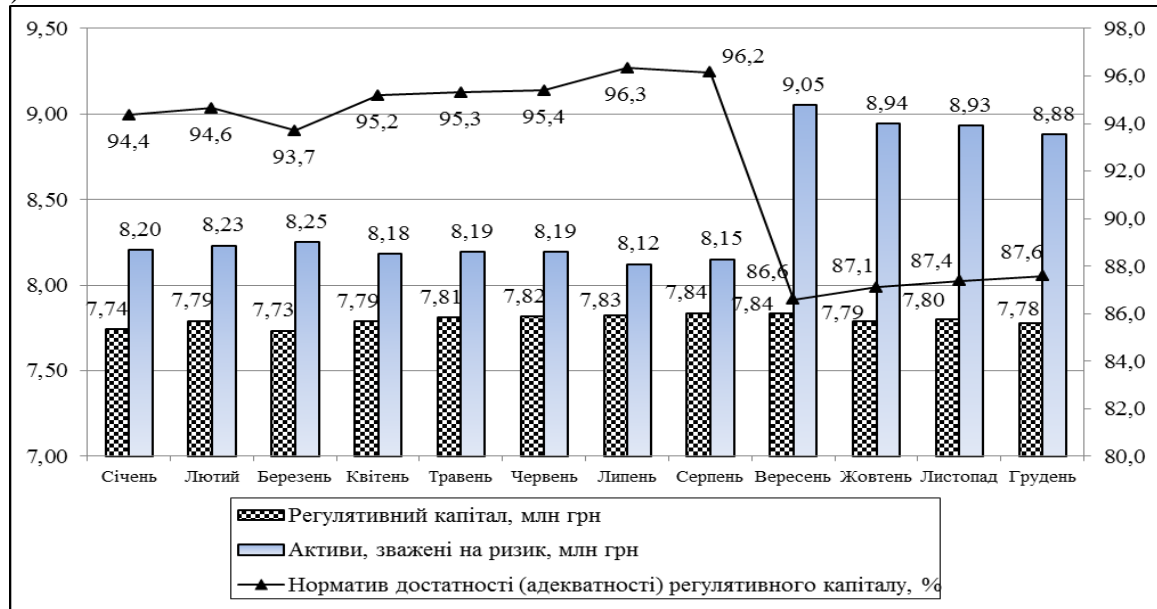


Рис. 3 Динаміка пруденційних нормативів депозитарної установи ТОВ «Креміль Брок» у 2015 р.

Протягом 2015 р. регулятивний капітал ТОВ «Креміль Брок» збільшився зі 7,740 млн. грн. до 7,777 млн. грн, а вартість активів, зважених на ризик, - із 8,203 млн. грн до 8,880 млн. грн. Норматив адекватності регулятивного капіталу скоротився з 94,3% до 87,6%. Максимальне значення нормативу (96,2%) спостерігалось у серпні 2015 р., мінімальне (86,6%) – у вересні 2015 р. Значення нормативу значно перевищує мінімальне значення 6%, що свідчить про значний запас фінансової міцності ТОВ «Креміль Брок». Утім значна частина торговців цінними паперами (близько третини) не виконує вимоги до мінімального розміру регулятивного капіталу. Позитивною тенденцією є скорочення частки торговців цінними паперами, які не дотримувались вимог щодо регулятивного капіталу у 2015 р., із 34,78% до 28,13%. Таким чином, запроваджені механізми пруденційного регулювання депозитарних установ сприятимуть підвищенню фінансової дисципліни на фондовому ринку і будуть зменшувати ризики його функціонування.

Важливим елементом управління функціонуванням депозитарної системи, який забезпечує зниження витрат на розрахункові транзакції, облік і передавання прав власності на цінні папери, оперативність і повноту отримання інформації для пруденційного нагляду, виступає науково-методичний підхід до вдосконалення взаємодії біржової та депозитарної систем. Його основний зміст полягає в необхідності інтенсифікації інформаційного обміну в рамках послуги «Система електронного документообігу», яка надається Центральним депозитарієм з урахуванням наступних рекомендацій: використання сегрегованих рахунків на рівні

Центрального депозитарію депозитарною установою, виплата доходів емітентом виключно через депозитарну систему і забезпечення зберігання коштів на рахунках депозитарної установи до моменту виплати депоненту; взаємодія Центрального депозитарію і депозитарних установ за допомогою використання депозитарними установами власного програмного забезпечення, або наданого Центральним депозитарієм; забезпечення вільного руху капіталу за рахунок лібералізації розміщення/обігу цінних паперів іноземних емітентів в Україні та зняття будь-яких обмежень на розміщення/обіг цінних паперів українських емітентів за межами України через кореспондентські відносини Центрального депозитарію; передача інформації про всі корпоративні дії емітентів через Центральний депозитарій до депозитарних установ; унеможливлення несанкціонованого доступу до інформації, що зберігається Центральним депозитарієм та депозитарними установами та ін.

ВИСНОВКИ

Результатом виконаного дослідження є сукупність теоретичних і науково-практичних положень, що визначають концептуальні основи та шляхи вирішення актуального наукового завдання – удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку. Зміст основних висновків і рекомендацій полягає в такому.

1. Обґрунтовано, що депозитарна діяльність полягає у здійсненні юридичними особами професійної діяльності з реалізації облікових, інвентарно-зберігальних та супровідних функцій, пов'язаних із фіксацією, реалізацією, обігом на фондовому ринку та захистом майнових прав на цінні папери та інші фінансові інструменти, а також прав, які впливають з означених майнових прав. Передумовами коеволюції фондового ринку та інституту депозитаріїв виступають такі чинники: ділова культура, рівень захисту прав власності, рівень розвитку корпоративного управління, впровадження інформаційно-комунікаційних технологій, спеціалізація управління фінансовими потоками у сек'юритизованій формі, самоорганізація на фондовому ринку.

2. Формальна інституційна модель депозитарної системи може бути побудована в термінах функціональної, процесної, інформаційної складових, ієрархії інституційних рівнів здійснення депозитарної діяльності та інституційних обмежень на функціонування інституту депозитаріїв в рамках певної національної фінансової системи. Визначено, що розвиток інституту депозитаріїв відбувається шляхом розширення переліку його функцій та їх спеціалізації, переходом низки функцій інших елементів інфраструктури фондового ринку (брокерів, аналітиків, розрахункових центрів, фінансових консультантів) до функцій депозитарних інститутів. Потреба зниження трансакційних витрат та ризику подвійного обліку цінних паперів обумовлює формування багаторівневої ієрархії в структурі інституційної депозитарної моделі, на вищому рівні якої знаходиться Центральний депозитарій, який, окрім розрахункових та облікових функцій, відіграє роль органу регулювання та контролю.

3. Удосконалено концептуальні положення розвитку інституційної моделі депозитарної системи України, в основу яких покладено мету забезпечення

адекватності потребам розвитку фондового ринку та подолання обмежень її реформування, а також сучасні економічні теорії – теорії фінансових ринків та інституціональні теорії, а також принципи, серед яких найважливішим є принцип конгруентності розвитку депозитарної системи і фондового ринку. Реалізація оновленої концепції дозволила адаптувати зарубіжний досвід до інституційних особливостей вітчизняного фондового ринку; обґрунтувати шляхи удосконалення пруденційного нагляду і управління ризиками діяльності депозитарних установ на фондовому ринку; удосконалити науково-методичний підхід до взаємодії депозитарної та біржової систем.

4. Оцінка стану існуючої в Україні інституційної моделі депозитарної системи та опис етапів еволюції цієї моделі дозволила визначити, що її основними недоліками виступають незбалансованість розподілу функцій між нижнім рівнем депозитарної діяльності та Національним депозитарієм, нерозвиненість організованого ринку цінних паперів та фінансового ринку в цілому. Це зменшує прозорість угод, збільшує ризики опортуністичної поведінки їх учасників, адміністративний тиск на депозитарні установи і, в комплексі з високим рівнем корупційності правової системи, наражає інвесторів на масштабні ризики фінансових втрат, що призводить до зменшення доступності ресурсів фондового ринку.

5. Для оцінки конгруентності показників депозитарної системи та стану розвитку фондового ринку проведено економетричне моделювання українського біржового індексу від кількості емітентів, об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків, офіційного курсу долара США. Надано кількісну і якісну оцінку трендів задіяних у моделях показників у часі. Попри загальний висновок про здорову конгруентність, виявлено сигнали деформації інститутів депозитарної системи та фондового ринку. Не зважаючи також на інституційні зміни, які відбулися в депозитарній системі України, відбувається погіршення кількісних показників фондового ринку, що супроводжуються недостатнім якісним рівнем розвитку її інформаційно-технологічного забезпечення та комунікацій що, в кінцевому рахунку, може ослабити позитивну конгруентність фондового ринку.

6. Виявлені недоліки інституційної моделі депозитарної системи України визначають доцільність адаптації найкращого світового досвіду у вигляді рекомендацій ЄЦБ, Банку міжнародних розрахунків, Асоціації європейських центральних депозитаріїв, Групи Джіованніні, Міжнародної організації комісій з цінних паперів за наступними пріоритетами: удосконалення технології і організації клірингових розрахунків і неттінгу, підвищення прозорості обігу цінних паперів та фінансових інструментів, впровадження пруденційного підходу в здійсненні й контролі депозитарної діяльності, удосконалення системи управління ризиками та розширення спектру послуг з аналітичної підтримки управління фінансовими інструментами з метою оптимізації ризику та підвищення ефективності здійснення відповідних операцій.

7. Обґрунтовано шляхи удосконалення пруденційного нагляду депозитарних установ, метою якого є реалізація єдиної державної політики, захист активів інвесторів, посилення довіри інвесторів до фондового ринку України, запобігання

настанню їх неплатоспроможності через застосування відповідних заходів. Узагальнено ризики, які можуть виникати при провадженні депозитарної діяльності Центральним депозитарієм, депозитарною установою та при провадженні клірингової діяльності. Узагальнено індикатори, які призначені для кількісного вимірювання та оцінки фінансових ризиків торговців цінними паперами, депозитарних і клірингових установ. Визначено роль служб внутрішнього аудиту в сфері управління ризиками діяльності депозитарних установ, а також форми і методи їх взаємодії з органами державного регулювання фондового ринку.

8. Розроблено заходи з удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем: використання сегрегованих рахунків на рівні Центрального депозитарію; виплата доходів по цінним паперам виключно через депозитарну систему; встановлення вимог до програмного забезпечення, яке опосередковує взаємодію Центрального депозитарію і депозитарних установ; забезпечення вільного руху капіталу у формі цінних паперів через кордони України; передача інформації про всі корпоративні дії емітентів через Центральний депозитарій до депозитарних установ; унеможливлення несанкціонованого доступу до інформації, що зберігається Центральним депозитарієм та депозитарними установами.

9. Проведене дослідження дало змогу визначити, що зміни в інституційній моделі депозитарної системи, зокрема трансформація її функціональної, процесної, інформаційної складових, виступає значущим чинником розвитку національного фондового ринку і одночасно є результатом цього розвитку. З урахуванням міжнародного досвіду запропоновано напрями удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України, які відповідають потребам розвитку фондового ринку та здатні подолати обмеження її реформування.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Статті у наукових фахових виданнях та виданнях, що входять до міжнародних наукометричних баз

1. Козлова В. А. Научно-методический подход к прогнозированию доходности акций с учетом инвестиционных рисков / Н. Ю. Рекова, В. А. Козлова // *Бізнес-Інформ*¹. – Харків : ІНЖЕК, 2015. – № 12. – С. 288–292 (0,63 ум. друк. арк.). *Особистий внесок: визначення підходу до аналітичного забезпечення оцінки вартості акцій (0,32 ум. друк. арк.).*

2. Козлова В. А. Теоретические аспекты построения архитектуры национальной депозитарной системы Украины / В. А. Козлова // *Молодий вчений*². – Херсон : Гельветика, 2015. – № 5 (20). – С. 171–175 (0,58 ум. друк. арк.).

3. Козлова В. О. Аналіз міжнародного досвіду розвитку національних депозитарних систем / Н. Ю. Рекова, В. О. Козлова // *Науковий вісник Ужгородського національного університету: зб. наук. праць*. – Ужгород : УжНУ,

¹Входить до міжнародних наукометричних баз: Index Copernicus, Ulrichsweb Global Serials Directory, Research Papers in Economics, CiteFactor, Directory of Open Access Journals, Open Academic Journals Index, BASE

²Входить до міжнародних наукометричних баз: Scholar Google, OAJI, Cite Factor, Research Bible, Index Copernicus

2015. – № 4. – С.133–136 (0,52 ум. друк. арк.). *Особистий внесок: визначення напрямів адаптації зарубіжного досвіду функціонування депозитарних систем до інституційних умов України (0,26 ум. друк. арк.).*

4. Козлова В. Оцінка впливу інституційних факторів на діяльність депозитарної системи України / В. Козлова // Інституціональний вектор економічного розвитку / Institutional vector of economic development : зб. наук. праць МІДМУ «КПУ». – Мелітополь : МІДМУ «КПУ», 2015. – Вип. 8(2). – С. 209–218 (0,78 ум. друк. арк.).

5. Козлова В. О. Організація контролю за депозитарною діяльністю, як складова системи фінансової безпеки держави / В. О. Козлова // Держава та регіони. – Запоріжжя : КПУ, 2015. – № 6 (87) – С.79–85. – Сер.: «Економіка та підприємництво» (0,76 ум. друк. арк.).

6. Козлова В. А. Управление портфелем ценных бумаг на основе метода моментных стратегий / В. А. Козлова // Науковий Вісник ДДМА : зб. наук. праць. Краматорськ : ДДМА. – 2014. – № 4 (15Е). – С. 162–166 (0,45 ум. друк. арк.).

7. Козлова В. О. Проблеми функціонування фінансово-економічної системи України та напрями її реформування / В. О. Козлова // Розвиток економічних методів управління національною економікою та економікою підприємства : зб. наук. праць Донецького держ. ун-ту управління. – Донецьк : ДонДУУ, 2014. – Т. XV. – Сер.: «Економіка», вип. 282. – С. 117–129 (0,56 ум. друк. арк.).

8. Козлова В. О. Проблеми організації депозитарної системи України [Електронний ресурс] / В. О. Козлова // Ефективна економіка. – 2013. – № 12. – Режим доступу до журналу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=4803&p=1> (0,51 ум. друк. арк.).

Матеріали наукових конференцій

9. Козлова В. О. Невизначеність котирування акцій і проблема її прогнозування / В. О. Козлова // Міжнародна практика соціально-економічного розвитку країни: проблеми та перспективи: зб. тез наук. робіт Міжнар. наук.-практ. конф. для студентів, аспірантів та молодих учених (18-19 груд. 2015 р., м. Київ). – К. : Аналітичний центр «Нова Економіка», 2015. – Ч. 2. – С. 72–74 (0,09 ум. друк. арк.).

10. Козлова В. А. Управление инвестиционными рисками, как составляющая экономической безопасности рынка ценных бумаг / В. А. Козлова // Обеспечение экономической безопасности в современных условиях: сб. матер. междунар. научн.-практ. конф. (3 декаб. 2015, Казахстан). – Астана : Университет «ТУРАН-АСТАНА», 2015. – С. 109–112 (0,25 ум. друк. арк.).

11. Козлова В. О. Проблеми нормативно-правового регулювання депозитарної системи України / Н. М. Яценко, В. О. Козлова // Фінансове забезпечення діяльності суб'єктів господарювання: тези доп. III всеукр. наук-практ. конф. студентів і молодих вчених (19-21 лют. 2015 р., м. Кременчук) – Кременчук : КрНУ ім. М. Остроградського, 2015. – С. 111–114 (0,15 ум. друк. арк.). *Особистий внесок: визначення ролі норм пруденційного регулювання депозитарної діяльності (0,08 ум. друк. арк.).*

12. Козлова В. О. Проблеми формування фінансово-економічної системи України / В. О. Козлова // Регіональний розвиток – основа становлення української держави : матер. III Міжнар. наук.-практ. конф. (3 – 4 квіт. 2014 р., м. Донецьк) – Донецьк : ДонДУУ, 2014. – С. 108–110 (0,12 ум. друк. арк.).

13. Козлова В. О. Проблеми акціонерних товариств на фондовому ринку України / Н. М. Яценко, В. О. Козлова // Актуальні питання забезпечення стійкого розвитку національного господарства: тези доп. міжнар. наук. конф. (1-3 черв. 2011 р., м. Кременчук) – Кременчук : КрНУ ім. М. Остроградського, 2011. – С.62–64 (0,1 ум. друк. арк.). *Особистий внесок: визначення проблем взаємодії акціонерних товариств із депозитарними установами на фондовому ринку (0,05 ум. друк. арк.).*

АНОТАЦІЯ

Козлова В. О. Інституційна модель депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Донбаська державна машинобудівна академія Міністерства освіти і науки України, Краматорськ, 2016.

У дисертації визначено інституційні особливості фондового ринку як основи моделі депозитарної системи, формалізовано інституційну модель депозитарної системи України, удосконалено концептуальні положення розвитку інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку. Здобувачем визначено етапи еволюції інституційної моделі депозитарної системи та фондового ринку України та проведено оцінку їх конгруентності, узагальнено практику постдокументарного обігу цінних паперів та його депозитарного обслуговування. Результатами дисертації стали: розробка науково-практичних рекомендацій щодо адаптації зарубіжного досвіду для конгруентного розвитку депозитарної системи України та фондового ринку, обґрунтування шляхів удосконалення пруденційного нагляду і управління ризиками діяльності депозитарних установ на фондовому ринку, удосконалення науково-методичного підходу до взаємодії депозитарної та біржової систем.

Ключові слова: *депозитарна система, цінні папери, інституційна модель, фондовий ринок, пруденційний нагляд, постдокументарний обіг.*

АННОТАЦИЯ

Козлова В. А. Институциональная модель депозитарной системы Украины в условиях развития фондового рынка. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Донбасская государственная машиностроительная академия Министерства образования и науки Украины, Краматорск, 2016.

В диссертации обосновано, что депозитарная деятельность заключается в осуществлении юридическими лицами профессиональной деятельности по реализации учетных, инвентарно-хранительных и сопроводительных функций, связанных с фиксацией, реализацией, обращением на фондовом рынке и защитой

имущественных прав на ценные бумаги и другие финансовые инструменты и прав, которые вытекают из указанных имущественных прав. Эволюция института депозитариев связана с расширением функций инфраструктурной поддержки отношений по поводу обращения финансовых активов и их технологического обеспечения, обусловленных развитием инструментов, технологий, правовых и организационных форм деятельности на фондовом рынке в связи с механизмами финансирования деятельности субъектов хозяйствования, государства и местного самоуправления.

Определено, что развитие института депозитариев происходит путем расширения перечня его функций и специализации, перехода к нему ряда функций других элементов инфраструктуры фондового рынка. Депозитарная система характеризуется многоуровневой иерархией, на высшем уровне которой находится Центральный депозитарий, который, кроме расчетных и учетных функций, устанавливает институциональные ограничения в виде правил и стандартов осуществления депозитарной деятельности и выполняет контрольные функции.

Обоснованы концептуальные положения развития институциональной модели депозитарной системы Украины с целью обеспечения адекватности потребностям развития фондового рынка и преодоления ограничений ее реформирования. Их основу составляют современные экономические теории - теории финансовых рынков и институциональные теории, а также принципы, среди которых важнейшим является принцип конгруэнтности развития депозитарной системы и фондового рынка. Оценка институциональной модели национальной депозитарной системы позволила определить ее недостатки: несбалансированность распределения функций между верхним и нижним уровнями, неразвитость организованного рынка ценных бумаг и финансового рынка в целом. Они уменьшают прозрачность сделок с ценными бумагами, повышают риски оппортунистического поведения их участников и административного влияния на депозитарные учреждения, что снижает доступность ресурсов фондового рынка.

Для оценки конгруэнтности показателей депозитарной системы и состояния развития фондового рынка проведено эконометрическое моделирование украинского биржевого индекса от количества эмитентов, объема ценных бумаг дематериализованных выпусков, официального курса доллара США. Дана количественная и качественная оценка трендов задействованных в моделях показателей во времени. Результатом моделирования стал вывод о здоровой конгруэнтности, однако выявлены отдельные сигналы деформации институтов депозитарной системы и фондового рынка.

Для ликвидации недостатков национальной модели депозитарной системы проведена адаптация наилучшего мирового опыта к институциональным особенностям фондового рынка Украины. Обоснованы пути усовершенствования пруденционного надзора депозитарных учреждений. Обобщены риски, которые могут возникать при осуществлении депозитарной и клиринговой деятельности. Обобщены индикаторы, предназначенные для количественного измерения и оценки финансовых рисков торговцев ценными бумагами, депозитарных и клиринговых учреждений. Определена роль ревизионных комиссий и служб внутреннего аудита в сфере

управления рисками деятельности депозитарных учреждений, а также формы и методы их взаимодействия с органами государственного регулирования фондового рынка. Разработаны мероприятия по усовершенствованию взаимодействия депозитарной и биржевой систем в части использования сегрегированных счетов, выплате доходов по ценным бумагам, обеспечению свободного движения капитала в форме ценных бумаг через границы Украины, расширению корреспондентских отношений Центрального депозитария с депозитарными учреждениями других стран, передаче информации о корпоративных действиях эмитентов.

Доказано, что изменения институциональной модели депозитарной системы в части функциональной, процессной, информационной составляющих выступают значимым фактором развития национального фондового рынка и одновременно являются результатом этого развития. С учетом международного опыта предложены направления усовершенствования институциональной модели депозитарной системы, которые отвечают потребностям развития фондового рынка и способны преодолеть ограничения ее реформирования.

Ключевые слова: депозитарная система, ценные бумаги, институциональная модель, фондовый рынок, пруденциальный надзор, постдокументарное обращение.

SUMMARY

Kozlova V. O. The Institutional Model of Depository System of Ukraine in Terms of the Stock Market Development. – As a manuscript.

The thesis for obtaining the Degree of Candidate of Economics in the specialty 08.00.08 – Money, Finance and Credit. – Donbass State Engineering Academy of Ministry of Education and Science of Ukraine, Kramatorsk, 2016.

In the thesis the institutional features of the stock market as the basis of the model of a depository system, formalized institutional model depository system of Ukraine, the conceptual statements of improving of institutional model of Ukrainian depository system in the development of the stock market are revealed. Stages of the evolution of the institutional model depository system of Ukraine and the stock market are described as well as both their congruence is estimated and the practices of securities post-documentary circulation of and its depository services are generalized. The result of the thesis are as follows: to work out scientific guidelines for adapting foreign experience for congruent depository system of Ukraine and Stock Market development as well as to find ways of improving a prudential supervision and risk management of depository institutions in the stock market, to improve a scientific and methodical approach to the interaction of stock market and depository subjects.

Keywords: depository system, securities, institutional model, stock market, prudential supervision, post-documentary circulation.

Підписано до друку 12.08.2016. Формат 60x84/16. Ум. друк. арк. 0,9.
Обл.-вид. 0,9. Друк лазерний. Зам. № 587. Накл. 100 пр.

Видавець і виготівник
Донбаська державна машинобудівна академія
84313, м. Краматорськ, вул. Академічна (Шкадінова), 72.
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи
ДК №1633 від 24.12.2003