

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КРЕМЕНЧУЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ МИХАЙЛА ОСТРОГРАДСЬКОГО

На правах рукопису

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

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

НАУКОВИЙ КЕРІВНИК:
Яценко Наталя Михайлівна,
кандидат економічних наук, доцент

Кременчук – 2016

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ, СИМВОЛІВ, ОДИНИЦЬ, СКОРОЧЕНЬ І ТЕРМІНІВ	3
ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО - МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ	14
1.1. Інституційні особливості фондового ринку як основа моделі депозитарної системи.....	14
1.2. Формалізація інституційної моделі депозитарної системи України	40
1.3. Концептуальні положення трансформації інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку	54
Висновки до розділу 1	75
РОЗДІЛ 2 СУЧАСНИЙ СТАН ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ ТА ЙОГО ВІДПОВІДНІСТЬ ПОТРЕБАМ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ	79
2.1. Етапи еволюції інституційної моделі депозитарної системи та фондового ринку України.....	79
2.2. Оцінка конгруентності інституційної моделі депозитарної системи та стану фондового ринку України	91
2.3. Узагальнення практики постдокументарного обігу цінних паперів та його депозитарного обслуговування.....	109
Висновки до розділу 2	121
РОЗДІЛ 3 НАУКОВО-ПРАКТИЧНІ РЕКОМЕНДАЦІЇ З УДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ МОДЕЛІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	123
3.1. Адаптація зарубіжного досвіду для конгруентного розвитку депозитарної системи України та фондового ринку.....	123
3.2. Шляхи удосконалення пруденційного нагляду і управління ризиками діяльності депозитарних установ на фондовому ринку.....	143
3.3. Науково-методичний підхід до удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем	169
Висновки до розділу 3	177
ВИСНОВКИ.....	180
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	184
ДОДАТКИ.....	208

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ, СИМВОЛІВ, ОДИНИЦЬ,
СКОРОЧЕНЬ І ТЕРМІНІВ

ВВП	– валовий внутрішній продукт;
ВДЦП	– Всеукраїнський Депозитарій цінних паперів;
ЕДО	– електронний документообіг;
ЄС	– Європейський Союз;
ІСІ	– інститути спільного інвестування;
ІТ	– інформаційні технології;
КМУ	– Кабінет міністрів України;
КС	– компенсаційні сертифікати;
МНК	– метод найменших квадратів;
МФС	– Міжрегіональний фондний союз;
НДУ	– Національний депозитарій України;
НДЦП	– Національний депозитарій цінних паперів Республіки
Польща	
НКЦПФР	– Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
НПФ	– недержавний пенсійний фонд;
ОВДП	– облігації внутрішньої державної позики;
ПАРД	– Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв;
ПІФ	– пайовий інвестиційний фонд;
ПМС	– приватизаційних майнових сертифікатів;
ПФТС	– Перша фондова торговельна система;
СЕД	– системи електронного документообігу;
СУР	– система управління ризиками;
ЦД	– центральний депозитарій;
ЦП	– цінні папери.

ВСТУП

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 Кнієпс Г. [*Knieps G.*] [93], Мілне А. [*Milne A.*] [92], Руссо Д. [*Russo D.*] [197], Холтхаусен, Ц. [*Holthausen C.*] [96]. Серед вітчизняних авторів, які займаються даною проблемою, варто назвати Арутюнян Р. [143], Бодрова В. [121], Брус С. [22; 25], Косову Т. [69; 95], Костюк В. [137], Мозгового О. [36; 100], Москвіна С. [35], Лапшину Т. [17; 68], Леось О. [112; 183], Пшик Б. [198], Рекуненко І. [11; 13; 123], Сивченко Г. [11; 13; 123], Стасіневич С. [5; 138; 139; 164], Федосова В. [3; 163] та ін.

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 багатofакторної 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, пропоновані 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-наглядних, 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 «Кремій 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 впроваджено 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.

РОЗДІЛ 1
ТЕОРЕТИКО - МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ
ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ РОЗВИТКУ
ФОНДОВОГО РИНКУ

1.1. Інституційні особливості фондового ринку як основа моделі депозитарної системи

Інституційна структура фінансового ринку є сукупністю фінансових інститутів із акцентом на домінуючі чинники формування конкурентного середовища у системі економічного розвитку. Відмінністю існуючої в українській економіці моделі державного регулювання фондового ринку у порівнянні з зарубіжними є пріоритет розвитку банківської системи та її участі у фондовому ринку [1, с. 8]. Напрями інтеграції вітчизняного ринку в світовий фінансовий ринок передбачають посилення взаємозв'язків вітчизняного банківського сектору з фінансовими секторами розвинених країн, та створення сучасної інфраструктури фондового ринку з метою залучення зарубіжних корпорацій на біржовий ринок [2; 3].

Необхідними інфраструктурними складниками фондового ринку є реєстраційні й торгові мережі, депозитарні та розрахунково-клірингові системи, а також системи його інформаційного й правового забезпечення [4, с. 7]. Основними інститутами депозитарного забезпечення у світі є: депозитарії, кастодіани (зберігачі), клірингові організації, реєстратори [5, с. 149]. В українській інфраструктурі ринку цінних паперів відсутнє поняття кастодіан [6, с. 6]. Вітчизняне законодавство користується дефініцією «зберігач» (сьогодні – «депозитарна установа»), що є прямим перекладом з англійського «custodian» – зберігач. При цьому діяльність українських зберігачів пов'язана з тими ж функціями, що й діяльність кастодіанів в

інфраструктурі фондових ринків інших країн, тобто обслуговуванням обігу та операцій з цінними паперами. Реєстратори займалися тільки веденням реєстрів власників іменних цінних паперів і підтвердженням прав власності на цінні папери.

Попри різноманіття систем депозитарного обліку цінних паперів у світі їх можна звести до двох моделей: американська та європейська. Проведене дослідження фондових ринків світу в умовах інтеграційних процесів виявило домінуюче становище фондового ринку США на світовому фондовому ринку на початку ХХІ ст. за всіма показниками, за якими проводився аналіз [7, с. 42]. Фондовий ринок за американською моделлю є монополізованим на рівні професійних учасників, європейський – централізованим. Можливості суміщення професійної діяльності на ринках цінних паперів за американською моделлю є обмеженими, оскільки комерційним банкам забороняється займатися інвестиційною діяльністю, а інвестиційним банкам – класичними банківськими операціями. Європейська модель є більш ліберальною: банкам дозволено суміщати банківські операції з більшістю операцій на ринках цінних паперів, а учасники ринків цінних паперів можуть поєднувати різноманітні види професійної діяльності. Загальною ознакою вказаних моделей є надання можливості банкам здійснювати кастодіальну діяльність, однак американська передбачає наявність інституту реєстраторів, які здійснюють ведення реєстрів та знаходяться на першому рівні системи обліку прав на цінні папери, в європейській – таких інфраструктурних учасників не передбачено. Американська модель припускає розщеплення прав власності на цінні папери між двома особами – реальним та номінальним власниками, в європейській – власник єдиний, номінальних власників не існує.

Сучасна модель фондового ринку України характеризується рядом інституційних прогалин. Розвиток первинного ринку цінних паперів стримується тим фактором, що фактично емітенти змушені проводити первинне розміщення без підтримки і посередництва банків, серед яких відсутні спеціалізовані інвестиційні банки, що знижує доступ до фінансових

ресурсів. Удосконалення системи та механізмів державного регулювання фондового ринку в Україні гальмується через відсутність чіткої стратегії держави щодо реформування фондового ринку [8, с. 47]. Проблемами державного регулювання фондового ринку є: постійна зміна законодавчої бази, відсутність потужних національних інституційних інвесторів на фондовому ринку, зокрема інвестиційних і пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування, неефективність діяльності саморегулювних організацій, слабкий біржовий ринок, незначна правова й інституційна незалежність Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку [9, с. 12].

Розгляд депозитарної системи невід'ємно пов'язаний із дослідженням всієї інфраструктури фондового ринку, яка утворюється сукупністю різних інститутів та інституцій, що забезпечують обслуговування його діяльності, і мають в якості головного функціонального призначення опосередкування руху об'єктів купівлі-продажу (цінних паперів). Її продуктом є посередницькі послуги та умови здійснення фондових операцій [10, с. 69], забезпечення та регулювання умов для нормального, безперебійного, багаторівневого функціонування фінансового ринку та взаємодії його суб'єктів на основі купівлі-продажу фінансових активів [11, с. 7]. При цьому необхідно акцентувати увагу на виокремленні ринку цінних паперів та фондового ринку в ринковій системі. Коробка Р.В. визначає ринок цінних паперів як ринковий простір, де здійснюється обмін фінансових ресурсів на фінансові інструменти та обіг товаророзпорядчих цінних паперів, як сегмент, що функціонує на перетині фінансового ринку з ринком товарів і послуг. Фондовий ринок є складовою фінансового ринку (зокрема, його сегмента – ринку цінних паперів), що об'єднує ринки приватизаційних, іпотечних, похідних фінансових інструментів, боргових фінансових інструментів, а також тих, що засвідчують право власності [12, с. 10].

В узагальненому вигляді до завдань інфраструктури фондового ринку слід віднести наступне: допомога в реалізації інтересів усіх учасників і суб'єктів ринку; удосконалення форм організації фондових операцій;

підвищення ефективності роботи професіоналів фондового ринку на основі поглиблення їх спеціалізації та поліпшення комунікаційних зв'язків між ними; постійний моніторинг і вдосконалювання методів економічного і юридичного контролю над діяльністю суб'єктів ринку цінних паперів, а також форм суспільного та державного контролю – забезпечення відповідності операцій на фондовому ринку стандартам формального та неформального права. Слід погодитися з Рекуненком І. [13, с. 78], який в якості загальних функцій інфраструктури фондового ринку виділяє: організаційну, забезпечувальну, регулюючу, посередницьку, технічну, інформаційну, контрольно-облікову, представницьку та інноваційну. Систематизація поглядів, викладених в роботах Грудзевич У. [14], Желіхівської А. [15; 16], Давидова О. [17], Ященкова К. [18], Мацкайлової О. [19] дозволяє визначити наступні спеціальні завдання або функції інфраструктури фондового ринку (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Систематизація спеціальних функцій інфраструктури фондового ринку
(розвинуто автором)

Функції	Зміст
1	2
Участь у суспільному відтворенні шляхом перерозподілу фондів грошових коштів	вплив на акумуляцію і концентрацію коштів населення та підприємств; залучення вітчизняного та іноземного капіталів в економіку країни; стимулювання переливу капіталу; збільшення ефективності та швидкості обігу фондів грошових коштів
Перерозподіл власності	обслуговування процесу приватизації; узгодження майнових інтересів країни, інституційних та індивідуальних інвесторів у процесі обігу цінних паперів
Операційна	організація і здійснення обігу фінансових інструментів в правовому полі у формі певних трансакцій
Зниження трансакційних витрат та ризиків	заощадження витрат на обіг фінансових інструментів та полегшення взаємних розрахунків; захист прав емітентів та інвесторів; зменшення невизначеності, непередбачуваності, нестійкості ринку, подолання невизначеності шляхом розподілу відповідальності за ризики між організаціями, що мають відповідну спеціалізацію
Взаємодія зі світовим фінансовим простором	створення умов для інтеграції країни у світову економічну систему завдяки впровадженню загальносвітових принципів і стандартів функціонування фондового ринку

Закінчення табл. 1.1

1	2
Підтримка корпоративного управління	обслуговування корпоративних операцій із цінними паперами; сприяння підвищенню ефективності управління корпоративними структурами та господарськими товариствами
Спекулятивна	отримання надприбутків в результаті спекуляцій і купівлі-продажу фіктивних активів (похідних фінансових інструментів, фінансових інструментів, пов'язаних з біржовими індексами тощо)
Розрахункова	забезпечення процесу реєстрації укладених біржових угод; облік зареєстрованих угод; аналітичне забезпечення за укладеними угодами; здійснення платежів та зарахування взаємних вимог за угодами; організація грошових розрахунків; забезпечення поставки активів згідно укладених угод на ринку; забезпечення гарантій із виконання укладених угод.

У літературі представлено чимало підходів до визначення складових елементів інфраструктури фондового ринку. Найбільш змістовні з них представлені нижче. Згідно з підходами, викладеними у роботі Костіної Т.В. [20, с. 6] функціями інфраструктури фондового ринку, які реалізують відповідні суб'єкти, є:

облікова (спеціалізовані реєстратори, спеціалізовані депозитарії, депозитарії банківських установ, депозитарні відділи фондових бірж, трансфер-агенти, зберігачі);

торговельна (фондові біржі, позабіржові майданчики, електронні торговельні системи, системи Інтернет-трейдингу, системи прямого доступу);

інформаційна (професійні учасники фондового ринку, регулятори фондового ринку, інформаційно-аналітичні компанії, електронні та друковані ЗМІ, рейтингові та рекламні агентства, центри науково-технічної інформації, статистичні бюро та комітети, технічні центри розкриття інформації);

розрахунково - клірингова (розрахунково-клірингові центри, клірингові палати фондових бірж, клірингові системи банківських установ);

регулятивна (органи державного регулювання, саморегулятивні організації, регулятивні функції та процедури (законодавчі, реєстраційні, ліцензійні, наглядові), законодавча основа; етика фондового ринку);

технічна (фірми-розробники програмного забезпечення, проектні

організації, наукові заклади, спеціалізовані організації з виробництва бланків цінних паперів та оргтехніки);

страхова (страхові компанії та фонди, товариства взаємного страхування);

інноваційна (заклади вищої та середньої спеціальної освіти, підвищення кваліфікації, кадрові агентства, консалтингові, венчурні та інжинірингові компанії, науково-дослідні інститути, організації методичного забезпечення). При цьому всі елементи інфраструктури поділяються на внутрішні та зовнішні (останні забезпечують функціонування внутрішньої інфраструктури).

Інфраструктурними суб'єктами фондового ринку є:

депозитарно-клірингові установи (забезпечують зберігання й обслуговування обігу цінних паперів у бездокументарній формі, проводять кліринг і розрахунок по договорах з цінних паперів),

фондові біржі (створюють умови для укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних, надають інформаційні послуги у сфері фондового ринку), торгово-інформаційні системи (організують торгівлю на позабіржовому ринку, надають інформаційні послуги у сфері торгівлі цінними паперами),

зберігачі та реєстратори цінних паперів (організують зберігання й обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах, ведення обліку іменних цінних паперів у бездокументарній формі, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів);

фондові посередники та організації, які забезпечують укладання угод та консалтингове супроводження,

інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній;

саморегулівні організації учасників фондового ринку;

органи державного нагляду за обігом фінансових інструментів.

Інфраструктуру фондового ринку можна поділити на блоки:

1. Внутрішня інфраструктура: матеріальна (будівлі, сховища,

устаткування), технологічна (технологічні платформи, лінії передачі інформації та здійснення розрахунків в режимі *on-line*, технічне управління грошовими потоками та цінними паперами клієнта, застосування мережі Інтернет, телефонного зв'язку).

2. Підсистема інформаційного забезпечення (телебачення, радіозв'язок, мережа Інтернет, засоби масової інформації, виставки, ярмарки).

3. Інституційна підсистема: торговельна складова (організатори торгівлі: фондові та валютні біржі, позабіржові торгово-інформаційні системи, альтернативні торгові системи); облікова складова (учасники депозитарної системи фондового ринку: депозитарії, депозитарні установи, розрахункові центри, клірингові системи, депозитарії банків та фондових бірж); складова посередництва (торговці цінними паперами, банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, фінансово-кредитні установи, компанії з управління активами, інвестиційні фонди); регулятивна складова (саморегулювні організації, асоціації та об'єднання учасників ринку, фонд гарантування вкладів фізичних осіб); інформаційна складова (рейтингові агентства, бюро кредитних історій, аналітичні та консалтингові компанії).

4. Організаційна складова (аудиторські компанії, страхові компанії, оцінювачі, система забезпечення ринку кваліфікованими кадрами, науково-дослідні організації, юридичні компанії, колекторські компанії, розробники програмного забезпечення, телекомунікаційні компанії).

Всі виділені блоки дають змістовне уявлення про місце депозитарної системи в інфраструктурі фондового ринку.

У Законі України «Про депозитарну системи України» [21] депозитарна діяльність визначається як діяльність професійних учасників депозитарної системи України та НБУ щодо надання послуг із зберігання та обліку цінних паперів, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову

діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг, які відповідно до цього Закону мають право надавати професійні учасники депозитарної системи України. Учасниками депозитарної системи України є Національний банк України, професійні учасники депозитарної системи України, депозитарії-кореспонденти, фондові біржі, клірингові установи, Розрахунковий центр, емітенти, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, депоненти. Професійними учасниками депозитарної системи України є Центральний депозитарій, депозитарні установи.

Депозитарну послугу визначають як результат виконання операцій щодо обліку прав на цінні папери, зберігання цінних паперів та розрахунку по операціях з цінними паперами у процесі здійснення депозитарної діяльності відповідними професійними учасниками фондового ринку та представлення сукупності депозитарних послуг, що надаються прямими учасниками Національної депозитарної системи [22, с. 7]. Депозитарні послуги, що надаються інститутами Національної депозитарної системи, класифікуються на основі таких ознак, як: спрямування і кінцевий результат здійснення депозитарних операцій; сфера діяльності депозитарних інститутів; призначення депозитарної послуги; умови виконання клієнтських доручень. Видами депозитарної діяльності є: депозитарна діяльність Центрального депозитарію; депозитарна діяльність Національного банку України; депозитарна діяльність депозитарної установи; діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування; діяльність із зберігання активів пенсійних фондів.

Важливими інфраструктурними учасниками фондового ринку виступають банківські установи. НБУ здійснює відповідно до компетенції повноваження у сфері депозитарного обліку; забезпечує облік і зберігання переданих йому цінних паперів та інших коштовностей, що конфісковані (заарештовані) на користь держави та/або таких, які визнані безхазяйними, для чого можуть відкриватися рахунки в цінних паперах у депозитарних установах [23]. Національний банк України посідає провідне місце на ринку

державних облігацій, здійснюючи розміщення, депозитарне та розрахункове обслуговування обігу і погашення облігацій, а також нагляд за діяльністю учасників ринку [24, с. 39]. Такі повноваження, насамперед, зумовлені використанням Національним банком облігацій як інструменту регулювання грошового ринку. Банківські установи другого рівня в своїй діяльності на фондовому ринку намагаються впроваджувати нові види фінансових послуг, у т. ч.: управління цінними паперами та коштами клієнтів; послуги маркет-мейкера; брокерські послуги на біржовому «ринку заявок»; депозитарне обслуговування угод; послуги керуючого рахунком у цінних паперах; переведення акцій у бездокументарну форму існування; включення акцій публічних акціонерних товариств у лістинг фондових бірж та підтримка лістингу; консалтингові послуги тощо [25, с. 118].

Банківські установи мають виключне право на депозитарне обслуговування інститутів спільного інвестування та пенсійних фондів. Депозитарієм інвестиційного (взаємного) фонду може бути тільки банк, який має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку - депозитарної діяльності депозитарної установи [26, с. 311]. Зберігачем пенсійного фонду може бути виключно банк, який має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку - депозитарної діяльності депозитарної установи та діяльності із зберігання активів пенсійних фондів. Виключно банк, який має ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку - депозитарної діяльності депозитарної установи та діяльності зі зберігання активів пенсійних фондів, з яким виконавчою дирекцією Пенсійного фонду укладені відповідні договори, має право зберігати активи Накопичувального фонду та обслуговувати рахунки в цінних паперах. У роботі Новікової І.В. удосконалено теоретичні та методологічні положення формування та функціонування корпоративної пенсійної програми та механізму управління її ефективністю, розроблено й апробовано модель створення та функціонування компанії з адміністрування недержавних пенсійних фондів [27, с. 9].

Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР визначає правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів та державного контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних в Україні [28]. Стаття 6 Закону України визначає повноваження НКЦПФР. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III встановлює загальні правові засади у сфері надання фінансових послуг, здійснення регулятивних та наглядових функцій за діяльністю з надання фінансових послуг, а розділ V – повноваження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [29].

Ящук В. В. визначено положення щодо регулювання ринків фінансових послуг, що базуються на застосуванні системи показників результативності здійснення державного контролю у цій сфері, підходи щодо запровадження дієвих механізмів захисту інвесторів на фінансовому ринку, ефективних інструментів розвитку фондового ринку та інвестиційної інфраструктури, створення інтегрованих інформаційних систем функціонування фондового ринку, формування достатнього рівня конкурентоспроможності фінансових посередників [30, с. 8]. Для консолідації державного нагляду вченими пропонується об'єднати Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку України та Національну комісію з регулювання ринку фінансових послуг в єдиний регулятор небанківських фінансових установ – Національну комісію з регулювання фінансового ринку України. До її повноважень пропонується віднести гарантування вкладів інвесторів ІСІ, яка має виконувати функції формування фонду відшкодування втрат від інвестування в цінні папери ІСІ, складання рейтингів надійності КУА як основи для визначення диференційованих відрахувань до цього фонду тощо [31, с. 9].

В табл. 1.2 представлено систематизацію основних поглядів на зміст поняття «депозитарій».

Аналіз підходів до визначення поняття «депозитарій»

(систематизовано автором)

Автори	Визначення
1	2
Топішко А. І. [32, с. 195]	судовий виконавець, банк, брокер, що приймає на зберігання як заставу будь-які цінності.
Мендрул О. Г. [33, с. 47]	1) фізичне або юридична особа, якому довірені депозити; 2) держава або міжнародна організація, що зберігає справжній текст міжнародного договору.
Колесова І. В. [34, с. 18]	1. Особа, якому передаються цінності для зберігання без перехід до нього права власності; 2. Професійний учасник ринку цінних паперів, що здійснює депозитарну діяльність (може бути тільки юридична особа).
Москвін С. О. [35, с. 267]	банк або трастова компанія, які приймають на зберігання цінні папери і видають депозитні сертифікати за планом реорганізації, контракту, угоді або документу, який перебуває на зберіганні в третьої особи і набуває чинності при виконанні певного умови.
Мозговий О. М. [36, с. 118]	професійний учасник ринку цінних паперів, що здійснює депозитарну діяльність, тобто надання послуг зі зберігання сертифікатів цінних паперів і (або) обліку прав на цінні папери. Депозитарна діяльність здійснюється на підставі державної ліцензії.
Куссий М. Ю. [37, с. 63]	юридичне або фізична особа, якому довірений на зберігання внесок (депозит). У якості депозитарію виступають насамперед банки, уповноважені державою ухвалювати суми на користь казначейства або для власних операцій; 2) держава або міжнародна організація, що зберігають справжній текст міжнародного договору.
Мальська М. П. [38, с. 71]	професійний учасник ринку цінних паперів, що надає послуги зі зберігання сертифікатів цінних паперів і/або обліку і переходу прав на цінні папери. Їм може бути тільки юридична особа
Бадзим О. С. [39, с. 35]	професійний учасник ринку цінних паперів, що здійснює депозитарну діяльність. Депозитарієм може бути тільки юридична особа. Відносини депозитарію та депонента регулюються депозитарним договором. Депозитарій несе цивільно-правову відповідальність за збереження депонованих у нього сертифікатів цінних паперів
Бакаєва І. Г. [40, с. 49]	професійний учасник ринку цінних паперів – юридична особа, що здійснює депозитарну діяльність. Депозитарій укладає з депонентом – власником цінних паперів, що

1	2
	перебувають у нього на зберіганні і/або обліку, депозитарний договір (договір про відкриття та обслуговування рахунку депо)
Поважний О. С. [41, с. 10]	юридична особа, професійний учасник ринку цінних паперів, що здійснює депозитарну діяльність; склад, сховище цінностей, зберігач; державна або міжнародна організація, що зберігає справжній текст міжнародного договору, угоди і т.п.
Фролова Т. О. [42, с. 378]	професійний учасник ринку цінних паперів, що має ліцензію на надання послуг зі зберігання сертифікатів цінних паперів і (або) обліку прав власності на цінні папери

Систематизація наведених підходів дає змогу виділити наступні основні характеристики, що визначають його економічну категорію: депозитарієм є винятково юридична особа, професійний учасник ринку цінних паперів, який має державну ліцензію і надає послуги з обліку (зберігання) цінних паперів і/або інших правовизначальних документів (рис. 1.1).

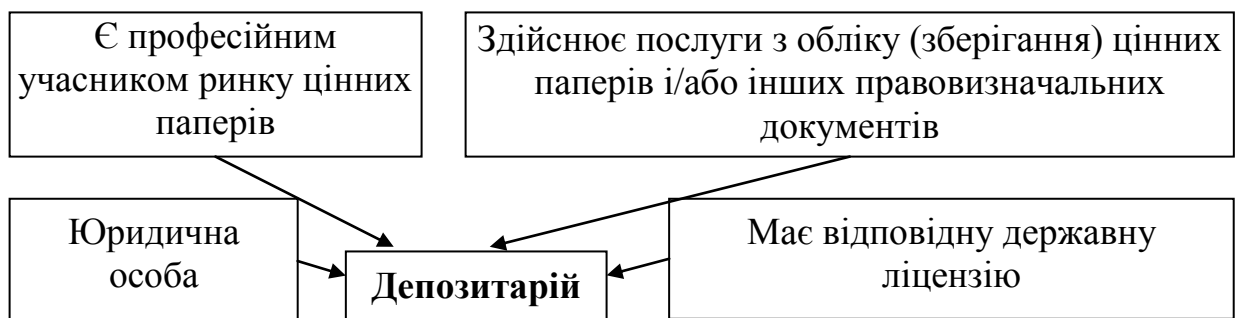


Рис. 1.1. Характеристики, що визначають сутність понятійної категорії «депозитарій» (власна розробка)

Дослідження фундаментальних засад депозитарної діяльності, принципів їх здійснення та функціонування депозитарної системи як особливого інституту фондового ринку припускає виявлення базисних особливостей даного ринку, які визначають специфічні взаємодії між його суб'єктами.

Рух грошових коштів у фондовій або позафондовій формі може відбуватися щонайменше у двох формах. Перша з них є перерозподільною і передбачає рух грошей в адміністративному порядку і без прямого ціноутворення (власно кажучи, ціною переходу коштів від одного суб'єкту до іншого постає величина адміністративної сили держави або інших суб'єктів). До цієї форми належить рух грошових коштів власне через державний та місцеві бюджети, рух грошових коштів між підрозділами суб'єктів господарювання та в рамках жорстко централізованих корпоративних структур і, навіть хабарництво, в результаті використання адміністративних важелів впливу або наявності такої можливості.

Друга являє собою обмінну, позабюджетну, або узгоджувальну форму. Найчастіше вона реалізується у формі відносин з обміну валютними (грошові кошти) або фінансовими (цінні папери, похідні фінансові інструменти) цінностями на підставі угод з різним ступенем незалежності від держави (центру) і між відносно рівними за статусом суб'єктами. За цих умов виникає фінансовий ринок, який в залежності від об'єктів обміну та інституційних чинників структурується на більш спеціалізовані ринки та сегменти.

Третя форма відповідає поняттю «реципрокація», тобто обміну послугами або дарами між рівними суб'єктами, який не має на меті отримання прибутку (тобто не має комерційного характеру). Із точки зору фінансів відображає альтруїстичні мотиви у різних відносинах: від внутрішньородинних (рух грошей між членами родини на безоплатній і безповоротній основі, спадщина, подарунки, безоплатні «кредити» між членами родини або друзями тощо) до міждержавних (гранти, гуманітарна допомога, реструктуризація та списання боргів тощо).

Вочевидь, що центральне місце в формуванні передумов виникнення фондового ринку посідає обмін, який власне і привів до формування ринків, в першу чергу, товарних, а надалі – ринків грошей та фінансових інструментів. Разом з тим, інші економічні форми – перерозподільна та реципрокаційна – також не залишилися осторонь: перерозподіл

національного доходу через бюджет давно вже пов'язаний із державними позиками у формі цінних паперів; поряд із цим передавання фінансових цінностей у спадок або дар, реструктуризація державних боргів шляхом їх сек'юритизації у цінні папери також пов'язані із існуванням організованого руху фондів грошових коштів у формі цінних паперів та похідних фінансових інструментів.

Процес становлення фондового ринку щільно пов'язаний із трьома фундаментальними лініями еволюції соціально-економічних відносин: еволюцією об'єктів торгівлі та поступовим залученням (і навіть винайденням) нових об'єктів у ринкову торгівлю; еволюцією організаційних та правових форм обміну (торгівлі) та його інфраструктури; еволюцією технологій торгівлі [43, с. 61]. Всі зазначені лінії знаходяться у щільному взаємозв'язку, хоча в рамках аналізу кожної з них можна визначити і власну логіку та закономірності. Розглянемо їх докладніше.

Соціально-економічний розвиток людства не має однозначних трактувань – це питання – предмет дискусій багатьох концепцій. Не вдаючись в прискіпливий аналіз їх поглядів на причини та передумови виникнення окремих економічних явищ, зауважимо, що в ході історичного розвитку в економічних системах обмін товарами доповнюється обміном грошами, які як відомо, виконують низку функцій: міри вартості (виражають ціну); засобу обміну (опосередковують рух товарів і забезпечують ліквідність цінностей, тобто їх здатність швидко і без втрати вартості бути обмінаними на інші блага); засобу платежу (обумовлюють можливість існування часового лагу між операціями обміну цінностями, тобто забезпечують існування кредиту); засобу збереження вартості або нагромадження багатства (гроші слугують формою нагромадження багатства, забезпечують ліквідність майнового стану певного суб'єкта, тобто здатність суб'єкта швидко отримати нові блага і позбутися без втрати цінності існуючих, оскільки гроші за певних умов мають абсолютну ліквідність); світових грошей (виступають предметом особливих відносин з купівлі-продажу національних грошей або

їх заміни в обігу іноземними, забезпечують через валютний курс реалізацію попередніх функцій в рамках обмінів та інших форм економічних відносин між державами). Таким чином, об'єктивною основою фондового ринку є ринок грошей. Виникнення інших передумов його формування пов'язане з ускладненням реалізації функцій грошей за наступними напрямками.

Збільшення обсягів торгівлі товарами і відповідна нестача грошового матеріалу, виникнення кредиту як економічного явища в процесі історичного розвитку економічних відносин, централізація емісії грошей в комплексі привели одночасно до декількох наслідків: гроші набули природи символів цінностей, а не їх реального еквіваленту; виникла проблема цінності грошей в різних періодах, а значить і ризик зміни цієї цінності і виражених в грошах цін товарів; сформувалися національні грошові системи, національні та міжнародні ринки грошей як основа для співставлення цінності грошових одиниць різних емітентів; відбулася структуризація ринку грошей за часовою ознакою на касовий та строковий сегмент. В організаційному плані це супроводжувалося, по-перше, виникненням нових сегментів ринку, об'єктом обміну на якому є гроші: власне ринку грошових знаків різних країн та ринку банківського кредиту; а по-друге – формуванням спеціалізованої інфраструктури грошового обігу (емісійні та розрахунково-платіжні центри, кредитні інститути та установи, що поєднують у різних комбінаціях емісійні, розрахунково-платіжні та кредитні функції; інститути захисту грошових прав, в т.ч. відповідне законодавство, інститут інкасації, потужності для централізованого зберігання цінностей, обміну інформацією щодо них тощо), починається її спеціалізація на окремих видах операцій з грошима.

Розвиток іншої функції грошей – як засобу нагромадження багатства – пов'язаний із утворенням фондів грошових коштів і становленням власне фінансів у сучасному політекономічному розумінні даної категорії. Обслуговування капіталу – тобто використання цінностей (в т.ч. грошей) для створення додаткової вартості (в сучасному розумінні – використання активів для отримання прибутку або вигоди) – з одного боку, посилило

тенденцію до структуризації грошових ринків за часовою ознакою, а з іншого – привело до необхідності грошового вираження титулів власності на активи і грошового вираження титулів грошових зобов'язань між усіма економічними суб'єктами: окремими індивідами, державою, виробничо-комерційними підприємствами, грошово-кредитними установами. По суті ці грошові титули і стали цінними паперами в найпростішому розумінні і в буквальному змісті (як і гроші, вони набули паперової форми), розпочався й обіг зазначених цінних паперів. Цей на перший погляд простий еволюційний крок обумовив бурхливий розвиток ринку капіталу та його інфраструктури, зокрема:

внаслідок спеціалізації на відповідних об'єктах торгівлі відбулося відносно відокремлення ринку капіталу у грошовій формі (надання кредитів, позик під розписки або заставу) та у формі цінних паперів;

це, в свою чергу, визначило подальшу спеціалізацію інститутів обмінних відносин, зокрема призвело до формування міжбанківського ринку, інститутів реєстрації та зберігання цінних паперів, різноманітних клірингових центрів, інститутів, які в якості основного виду діяльності допомагають окремим учасникам фінансового обігу вступити у відносини один із одним, зокрема, інститути первинного розміщення (андерайтингу) цінних паперів у економічному обігу, інститути організації торгівлі (фондові біржі), інститути здійснення торгівлі (брокери та інші посередники), інститути консультування та управління активами (інвестиційні фонди та компанії);

потреба у нормах права, які регулюють обіг цінних паперів і діяльність його учасників, визначила розвиток відповідної частини фінансового законодавства.

Водночас із цим функція грошей як збереження багатства проявилася в реалізації іншого специфічного мотиву економічної поведінки – мотиву перестороги і запобігання ризику [44, с. 430]. Цей прояв має дуалістичне походження: з одного боку мова йде про те, що в прагненні знизити ризики

комерційної діяльності та несподіваних фінансових витрат (наприклад, у випадку втрати працездатності або смерті) людство винайшло таку форму акумулювання та міжчасового перерозподілу фондів грошових коштів як страхування, внаслідок чого страхові компанії перетворилися на одного з важливих учасників фінансових ринків. З іншого боку, ризик став самостійним предметом торгівлі на фінансових ринках з використанням похідних фінансових інструментів, в т.ч. таких екзотичних, наприклад, як опціони на біржові котирування. Отже міжчасова торгівлі грошима виступає інструментом управління ризиками, а ризик став об'єктом грошових відносин.

Слід відзначити, що в даному випадку мова йде про ризики, пов'язані з мікро- та макроекономічною кон'юнктурою взагалі і кон'юнктурою фондового ринку зокрема. Такі ризики в літературі отримали назву систематичних. Разом з тим, сама фондова торгівля передбачає низку ризиків, пов'язаних із організацією і здійсненням обмінних відносин, які є несистематичними. Кількість та різновиди систематичних та несистематичних ризиків на фондовому ринку останнім часом є предметом багатьох дискусій серед науковців та практиків (наприклад, Горбуненко Я. [45], Воробець Т. [46], Воробйова О. [47], Брижаний В. [48] та ін.). У контексті даного дослідження увага до зазначеної дискусії обумовлюється наступними обставинами:

по-перше, управління різноманітними ризиками складає важливу частину діяльності суб'єктів інфраструктури фондового ринку, більше того, на цій основі відбувається професіоналізація та відповідна інституціоналізація цих суб'єктів;

по-друге, ризики, які впливають із особливостей діяльності суб'єктів інфраструктури (недостатній професіоналізм, необачність, асиметрія інформації, безпосередньо опортуністична поведінка та ін.), накладаються на ризики, обумовлені макроекономічною ситуацією та кон'юнктурою фінансових ринків; відповідна суперпозиція ризиків визначає кінцевий ризик емітентів та інвесторів; отже можна зробити висновок, що діяльність

інфраструктури з позиції її впливу на ризик обміну фінансовими інструментами і в кінцевому рахунку – руху грошових фондів – виступає важливою передумовою ефективності функціонування фондового ринку;

по-третє, чинники формування і розвитку фондового ринку як сфери організаційно-економічних відносин із приводу купівлі-продажу фінансових інструментів, які опосередковують рух фондів грошових коштів, виступають одночасно і чинниками розвитку його інфраструктури; в свою чергу ризики інфраструктурної діяльності впливають на результати функціонування фондового ринку, а значить – і на макроекономічну кон'юнктуру та законодавство; таким чином, можна стверджувати наявність циклічно-каузального зв'язку між систематичними і несистематичними ризиками на фондовому ринку, коли один ризик обумовлює інший і, в свою чергу, обумовлений цим іншим ризиком.

Як можна побачити з вище наведених міркувань, диференціація об'єктів торгівлі на фінансовому ринку і відповідна спеціалізація функцій окремих економічних суб'єктів на здійсненні та супроводі такої торгівлі обумовила виникнення та сегментацію фондового ринку, ускладнення його інфраструктури, інституціоналізацію видів діяльності на ньому. Додатковим чинником розвитку зазначених процесів виступає еволюція технологій торгівлі, яка насамперед визначилася розповсюдженням усталених практик здійснення операцій на фондовому ринку, розвитком відповідного законодавства і технологічним розвитком.

У процесі обігу цінні папери міняють своїх власників, на них накладають обмеження (застава, арешт тощо), що обумовлює необхідність розвитку облікової системи – інституту, що реєструє передачу прав власності, забезпечуючи нормальне функціонування суб'єктів в обороті цінних паперів. Завдання облікової системи на ринку цінних паперів – виступати офіційним інститутом, що підтверджує наявність і характер правовідносин, у які вступають суб'єкти цивільного обороту із приводу цінних паперів (відносини, зв'язані правами, закріпленими цінними

паперами, і правами на цінні папери як майно) [49, с. 217]. Причому підтвердження наявності та характеру правовідносин, здійснюване обліковою системою, є переважаючим у системі доказів стосовно всіх інших способів підтвердження. Це завдання виражене у двох основних її функціях: підтвердження прав, закріплених у цінних паперах; підтвердження прав власності (і інших речових прав) на цінні папери як на майно. Для виконання облікових функцій депозитарії, як складова частина інфраструктури фондового ринку, організують облік правовідносин, підтверджувати які вони покликані, а також облік правовідносин, у які депозитарії вступають із іншими учасниками облікової системи з метою виконання своїх функцій. Окрім власне облікових (реєстраційних функцій) організація обігу потребує від інфраструктури фондового ринку реалізації таких функцій, як депозитарні (зберігання та організація руху цінних паперів); та супровідні (брокерські, клірингові, консультативно-інформаційні, управління цінними паперами, супровід корпоративного управління тощо).

Таким чином, із двох «кваліфікуючих» функцій впливає ряд додаткових функцій (послуг), які депозитарії мають виконувати (надавати клієнтам): сприяння в реалізації прав кредиторів – із приводу користування цінними паперами, і сприяння в реалізації прав власників цінних паперів (і власників інших речових прав на цінні папери) – із приводу розпорядження цінними паперами. Ці функції припускають організацію передачі прав власності на цінні папери, підтвердження наявності різноманітних обмежень, зв'язаних як із користуванням, так із розпорядженням цінними паперами, наявності обмежень на нього і наявності передовір, пов'язаних із користуванням цінними паперами.

Так, депозитарна діяльність укладається в наданні послуг зі зберігання цінних папера і/або обліку прав на ці папери. Цінні папери враховуються і зберігаються в депозитарії на рахунках депо, на підставі договору, укладеного клієнтом і депозитарієм. Окрім зберігання цінних паперів, депозитарій може виконувати наступні функції: організація обміну

інформацією, пов'язаної з володінням цінними паперами, між емітентом і клієнтами; одержання доходів по цінних паперах, що зберігаються в депозитарії, з наступним їхнім переказом на рахунки депонентів; перевірка сертифікатів цінних паперів на дійсність і платоспроможність; кліринг по цінних паперах (обчислення взаємних зобов'язань і вимог із переказу цінних паперів учасників операцій); реєстрація угод із цінними паперами.

Якщо не розглядати особливі умови формування депозитарних систем у різних країнах, то в класичному форматі фондові професіонали (брокери) зобов'язані брати цінні папери клієнтів, що знаходяться в них, і передавати їх на зберігання в депозитарій відповідної біржі. Тобто формально фінансові інструменти, які перебувають у розпорядженні фондового брокера, фактично переводяться на спеціальні персоніфіковані рахунки «депо», які відкриваються в депозитарії біржі на кожного конкретного брокера. Можна сказати, що це по суті «камери схову» цінних паперів клієнта фондової біржі. Це допомагає прискорити переоформлення операцій між брокерами, оскільки усуває необхідність звернення до реєстратора для виписки сертифіката. Зміна власників цінних паперів відбувається шляхом оформлення відповідних записів на рахунках «депо» без необхідності вилучення зі сховища цінних паперів, які виступали предметом договору купівлі-продажу. Тобто даний формат угоди можна класифікувати, як здійснення безготівкової операції.

З погляду управління правами на цінні папери можна стверджувати, що емітент делегує частину корпоративних дій депозитарію (кастодіану). Це полегшує емітенту виконання багатьох зобов'язань, зокрема по виплаті дивідендів, проведенні заочного голосування, доведення певного роду інформації. У цьому випадку роль депозитаріїв (кастодіанів) зводиться до посередництва між емітентами та інвесторами. Таким чином, наявність на фондовому ринку такого інституту, як депозитарії (кастодіани) вигідно практично всім його учасникам. У той же час, необхідно відзначити, що оперативність і чіткість депозитарної діяльності значною мірою залежить від нормативної структурованості депозитаріїв (кастодіанів) в інфраструктурі

ринку цінних паперів. Тому наукове дослідження моделі багато в чому визначає і ефективність функціонування національної депозитарної системи.

Необхідно чітко представляти технічний регламент операцій, які здійснюють депозитарії. У світовій практиці вже традиційно склалися практики зберігання цінних паперів, які умовно можна розділити на закриті та відкриті [50, с. 109]. При використанні закритого формату зберігання сертифікати цінних паперів ураховуються автономно від інших фінансових зобов'язань клієнта і можуть бути повернуті їх власникові на його вимогу. У цьому випадку депозитарна установа обмежена в праві здійснювати певні операції з даними цінними паперами (використовувати як засіб застави, передавати в позику, переводити в інший депозитарій на зберігання) без особистого розпорядження клієнта.

У випадку, якщо при укладанні договору на депозитарне обслуговування не зазначено спосіб зберігання, то звичайно при переказі цінних паперів на рахунок «депо» застосовується формат відкритого зберігання, при якому сертифікати одного випуску стають пайовою власністю всіх оформлених клієнтів депозитарію. У цьому випадку фінансові інструменти клієнта не персоніфікуються, а визначається його частка в загальній кількості цінних паперів, що перебувають на зберіганні в депозитарії, залежно від їхньої номінальної вартості. Даний формат не припускає необхідність одержання згоди всіх депонентів при виконанні операцій з доручення окремого клієнта. Крім того, при відкритому зберіганні можлива передача фінансових інструментів для зберігання в інші депозитарні організації.

Аналіз еволюції фондового ринку (Сміт Б. [51], Мічі Р. [52], Ананьєв М. [53]) показує, що виникнення облікової системи обігу капіталу в Стародавньому Римі пов'язано із формуванням майнового (цивільного) права, яке дозволило чітко специфікувати права власності на тодішні фінансові активи. Надалі зміна інституційних умов функціонування економічних систем, пов'язана із домінуванням релігійного світогляду,

посунула фінансовий ринок за межі легітимного середовища як в християнських, так і в ісламських країнах. Послаблення позицій релігії в період Відродження привело до розвитку торгівлі, кредиту та його інструментів – боргових розписок і векселів. Реалізація обліково-депозитарних функцій відбувалася у банківській системі та лихварському середовищі. Масове розповсюдження корпоратизації як засобу залучення фінансових ресурсів і збільшення потреб у фінансових ресурсах у період становлення капіталізму та промислової революції визначило збільшення кількості боргових інструментів, генезу акцій як різновиду цінних паперів, їх проникнення в систему державних фінансів. Як наслідок – відбувається формування фондового ринку в сучасному розумінні даного терміну і бурхливий розвиток професійної діяльності на ньому, в т.ч. й обліково-депозитарної. Разом із тим, якісний розвиток інфраструктури фондового ринку на перших етапах суттєво відставав від кількісного, що призвело до подвійного рахунку одних і тих же цінних паперів, поширення маніпуляцій із незабезпеченими інструментами тощо.

У ході еволюції засобів зв'язку, передусім, телефону та телеграфу, а слідом – телетайпу та телефаксу, розвитку міжнародного транспортного сполучення збільшилися можливості міжтериторіального руху цінних паперів, а, отже, виникла потреба у взаємодії обліково-депозитарних систем різних країн. Разом із тим, на тлі військово-політичних та економічних подій першої половини ХХ ст. із метою запобігання надмірної залежності національних економік від чинників нестабільності, викликаной в тому числі й фіктивністю багатьох інструментів фондової торгівлі, національні уряди значно обмежили можливості міжнародної торгівлі цінними паперами та відповідної взаємодії торговельних та обліково-депозитарних систем. Подальше посилення міжкраїнної взаємодії, винайдення Інтернет, нові досягнення в сфері захисту інформації визначили глобалізацію фінансового ринку і його фондового сегменту, збільшення оперативності торговельних операцій на них і дематеріалізацію цінних паперів, що в свою чергу висунуло нові вимоги до уніфікації обліково-депозитарних функцій, їх переміщення на

другорядні позиції у діяльності спеціалізованих установ, універсалізацію професійної діяльності на фондовому ринку. Останнім часом на фондових майданчиках уже практично не залишилося цінних паперів, що мають документарний (паперовий) формат емісії і який припускав виготовлення «одиничних сертифікатів», які можна було зберігати як у відкритому, так і в закритому режимах. При бездокументарному (електронному) форматі випуску цінних паперів, на всю емісію випишується «глобальний сертифікат», який підтверджує права власника, і в цьому випадку фінансові інструменти можуть перебувати в депозитарії тільки у відкритому зберіганні.

У кінцевому рахунку зазначені обставини обумовили конвергенцію інститутів обліково-депозитарної діяльності в різних країнах із використанням рекомендацій міжнародних організацій, міжнародних стандартів фінансового обліку та звітності тощо.

Незважаючи на те, що інфраструктура покликана забезпечувати безперебійне обслуговування фондового ринку, зберігання цінних паперів клієнтів і здійснення прав інвесторів по ним, надання додаткових послуг, існує проблема, пов'язана з тим, що інфраструктура недостатньо ефективно справляється з покладеними на неї функціями, що позначається на розвитку ринку цінних паперів у цілому. Це виходить із того, що в даній системі немає чіткого регулювання і технологічної забезпеченості потоку інформації, що надходить на ринок, тобто кожний учасник інфраструктури діє, керуючись власними інтересами, обмеженими його правами, не беручи до уваги інтереси інших учасників процесу, що знижує потенціал їх можливої взаємодії.

Забезпечення ефективного функціонування депозитарію може бути досягнуте за допомогою інституціоналізації самої інфраструктури, що припускає створення такої організаційної системи обліку, яка дозволила би реалізовувати функції інфраструктури, що полягають у забезпеченні якісної взаємодії її учасників. Розрахункові депозитарії насамперед обслуговують організований ринок цінних паперів. У той же час вони певним чином відокремлені від інвесторів, безпосередніх власників цінних паперів.

Розглянемо фактори, які впливають на формування інституційної моделі депозитарію. Однією зі спостережуваних тенденцій сучасного ринку цінних паперів є злиття професійних учасників, об'єднання учасників ринку з метою зниження витрат і захоплення більшої частки ринку в наданні послуг. Це пов'язано з тим, що на ринок входять нові учасники, у результаті чого стають необхідними додаткова організація і контроль, які передбачають наявність такої системи обліку, яка би приводила до зниження ризиків, пов'язаних із операціями по обліку і зберіганню цінних паперів [54, с. 24]. Однак сама по собі дана система не є механізмом, що регулює попит та пропозицію на фондовому ринку через розрізненість окремих елементів інфраструктури без узгодження їх діяльності. Можливість здійснення депозитарієм комплексних операцій дозволить скоротити витрати і ризики як клієнтів, так і професійних учасників.

Ринок цінних паперів останнім часом набув глобального характеру, тобто є тенденція до залучення інтернаціональних інвесторів, однак це супроводжується деякими труднощами, пов'язаними з ієрархічністю відносин в обліковій системі. Одним із напрямків розвитку фондового ринку є переміщення капіталів учасників на інші ринки, при цьому може відбуватися перехід грошових відносин із традиційних форм у форму цінних паперів, а також залучення нових учасників, що викликає потребу у швидкому реагуванні професійних учасників на потребу клієнтів. Так, безліч не зв'язаних між собою депозитаріїв може ускладнити роботу торгуючих на ринку учасників.

Іншою тенденцією, яка визначає трансформацію інституту депозитарію за сучасних умов, є поступова корпоратизація депозитарної діяльності. Як показує світова практика, структури власності та управління депозитаріями недостатньо погоджені, що приводить до протиріч і знижує ефективність роботи організації [55, с. 204]. У великих компаніях усі власники не можуть бути представлені в структурі управління, у зв'язку з цим виникає необхідність у чіткій процедурі виборів членів ради директорів і призначення

менеджменту. Відповідно, при поділі структур корпоративної власності і корпоративного управління виникають протиріччя. У більшості компаній інтереси власників і менеджменту перетинаються, тому що і ті та інші прагнуть дістати прибуток, а також задовольнити переважне право на корпоративне управління. На фондових ринках, де існує конкуренція, клієнти мають можливість відмовитися від продукту або послуг, що не відповідають їхнім потребам і можуть призвести до збитків. У даній ситуації власники і менеджмент однаково зацікавлені в тому, щоб їх компанія була найбільш прибутковою [56, с. 83].

Поняття корпоративного управління з моменту виникнення даного явища зводилося до представлення інтересів власників у структурі управління, але згодом його значення розширилося і охопило інтереси більшої кількості сторін. Список акціонерів депозитарної організації може містити в собі: засновників, співробітників, біржі, центральних контрагентів, регулятора, банк, емітентів, інвесторів, професійних учасників фондового ринку. Кожна з перерахованих сторін зацікавлена в ефективній роботі депозитарію.

Ступінь обов'язковості участі того або іншого акціонера в управлінні наведено в табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Участь депозитарію в структурі корпоративного управління

(побудована за даними [57])

Акціонер	Участь у процесі управління	Обґрунтування
1	2	3
Засновники	Так	Контроль є одним з переваг, яким користуються засновники
Співробітники	Так	У випадку, якщо на ринку праці не існує профспілок
Біржі	Ні	Може перешкодити доступу конкуруючої біржі до депозитарію
Центральні контрагенти	Ні	Може перешкодити доступу конкуруючого центрального контрагента до депозитарію
Регулятор	Ні	Має значний вплив за допомогою нагляду

Закінчення табл. 1.3

1	2	3
Центральний банк	Ні	Має значний вплив за допомогою контролю
Емітенти	Так	Тільки якщо депозитарій надає послуги кінцевим інвесторам
Інвестори	Так	Тільки якщо депозитарій є монополією
Посередники	Так	Основні клієнти монополії

«Ні» означає, що депозитарій може запросити акціонера взяти участь в управлінні компанією, але із правової точки зору не зобов'язаний це робити. З даних табл. 1.3 можна зробити висновок, що окремі акціонери повинні брати участь в управлінні депозитарієм. Без такої системи контролю і противаг інтереси будь-якого акціонера можуть бути дискриміновані [58, с. 77]. Якщо клієнти також є власниками і задіяні в управлінні депозитарієм, то виникає можливість того, що вони можуть піднімати ціни у своїх інтересах. Депоненти можуть погодитися з завищеними цінами, які повинні будуть платити кінцеві клієнти. Крім того, якщо депоненти також є власниками, то вони дістануть прибуток від додаткових доходів, які вони самі собі виплатять у як дивіденди і які навряд чи дійдуть до їхніх клієнтів (що є фактично схованим субсидуванням). Цьому можна запобігти, встановивши некомерційну мету діяльності, наприклад, для центрального депозитарію.

У підсумку слід зазначити, що інституційними передумовами ефективності функціонування депозитарної системи є високий рівень ділової культури, захисту прав власності, розвитку корпоративного управління, впровадження інформаційно-комунікаційних технологій в управління економічними процесами, спеціалізації управління фінансовими потоками у сек'юритизованій формі, самоорганізації на фондовому ринку, змісту і характеру нормативно-правового забезпечення депозитарної діяльності, а також глобалізація економічних відносин та відкритість національного фондового ринку.

Розширення переліку функцій та змісту операцій, поглиблення їх спеціалізації в рамках поділу на розрахункові та кастодіальні, забезпечення

інституційної та управлінської незалежності депозитаріїв від емітентів та держави, банківської системи відбувалося в ході еволюції фінансів у цілому та фондового ринку зокрема за функціонально-технологічним принципом: усталення певних практик організаційно-економічних відносин із приводу фінансових активів у сек'юритизованій формі, обумовлене інфраструктурними потребами фондового ринку та його учасників (обслуговування обігу фінансових активів, ускладнення управління ними за умов збільшення обсягів, динамізація торгівлі, урізноманітнення видів фінансових інструментів) та рівнем розвитку інформаційних, фінансових та управлінських технологій.

Процес формування інституційної моделі депозитарію, з одного боку, став слідством постійного розвитку і удосконалювання професійних функцій суб'єктів фондового ринку, а з іншого – є необхідною умовою досягнення нового рівня взаємодії, що забезпечує поліпшення результатів діяльності учасників ринку цінних паперів. При цьому розвиток інфраструктури фондового ринку дозволяє виявити значимість виконуваних інститутом депозитарію функцій. Зазначені обставини обумовлюють інтерес до моделі депозитарної системи.

1.2. Формалізація інституційної моделі депозитарної системи України

Подальший розвиток ринку цінних паперів України знаходиться у прямій залежності від організації та функціонування національної депозитарної і розрахунково-клірингової систем. Розгляд інституційної моделі національної депозитарної системи варто розпочати з деяких методологічних зауважень, які стосуються головних пріоритетів визначення сутності та структури організації депозитарної діяльності в рамках інфраструктури фондового ринку.

По-перше, моделювання передбачає певну формалізацію того явища, яке досліджується. Конверський Є. відзначає, що розглядаючи формалізацію як загальнонауковий феномен, її можна визначити як вид знакового моделювання, в результаті якого дослідження певних об'єктів зводиться до вивчення їх форми. Тобто, йдеться не про те, що в результаті формалізації ми абстрагуємося від змісту досліджуваних об'єктів, а про те, щоби за допомогою символів суттєві сторони змісту виразити через форму і тоді дослідження змісту здійснюється на основі знакової моделі згідно з формальними правилами [59, с. 65].

По-друге, при визначенні концепції формалізації моделі національної депозитарної системи, необхідно виходити з положення, що розробка інституційної моделі подібної складної інтегрованої структури містить у собі компоненти, пов'язані з функціональною і організаційною архітектурою системи, інформаційними технологіями та управлінням процесом побудови ієрархії функціонування та взаємодії усіх інститутів даної системи. Необхідно відзначити, що зазначені елементи самі по собі є складними структурами, які можна розділити на більш дискретні складові, які, у свою чергу, також можуть бути об'єктом опису.

У літературі представлено різноманітні підходи до формалізації функціонування інфраструктури фондового ринку (в якості прикладу можна навести роботи Сивченко Г. [60], Коробки Р. [61], Примостки А. [62], Джавадья Ф. [63]). Умовно вони можуть бути розділені на дві групи: математична формалізація та вербально – візуальна формалізація. Перша група представляє собою опис функціональних зв'язків між кількісними параметрами фондового ринку та його інфраструктури, тоді як остання дає більше уявлення про сутнісні та структурні аспекти взаємодії елементів у рамках депозитарної системи в залежності від їхніх функцій.

Використання функціонально-технологічного принципу як основи розгляду еволюції інституту депозитаріїв на фондовому ринку від простих реєстраторів до глобальних кастодіанів дозволяє сконцентруватися на

архітектурному підході до формалізації інституційної моделі національної депозитарної системи в термінах функціональної, організаційної, інформаційної складових, ієрархії інституційних рівнів здійснення депозитарної діяльності та інституційних обмежень на функціонування інституту депозитаріїв в рамках певної національної фінансової системи.

Гутафель В. В. розроблено структурно-функціональну модель оцінювання функціонування фондового ринку у системі економічного розвитку країни, яка ґрунтується на інтеграції показника його глибини, рівня ліквідності та рівня інвестиційних потоків з урахуванням динаміки економічних процесів країни та світового фінансового ринку [64, с. 12]. Інтегральний показник розвитку фондового ринку визначається на основі відповідної сукупності часткових фінансових показників та вагових коефіцієнтів, які визначають фази становлення фондового ринку в економічному розвитку країни, положення до визначення пріоритетних напрямів його розвитку з урахуванням показників капіталізації та ліквідності, рівня соціально-економічного розвитку країни.

При визначенні місця, яке займає депозитарна організація в структурі загальної інфраструктури фондового ринку, слід зазначити, що депозитарії, у першу чергу, є зберігачами (реєстраторами) певних фінансових інструментів і/або обліку прав на них. Фінансовими інструментами, відповідно, є цінні папери або сертифікати цінних паперів, що мають обіг на фондовому ринку. Також, слід зазначити, що основними функціями депозитаріїв первинно було обслуговування та прискорення розрахунків на організованих фондових ринках операцій із цінними паперами. Основою інституційної моделі національної депозитарної системи виступають депозитарні операції – сукупність дій депозитарію з обліковими реєстрами, що зберігаються сертифікатами цінних паперів і іншими матеріалами депозитарного обліку. Можна виділити наступні види депозитарних операцій, обумовлені виходячи зі здійснюючого конкретну операцію підрозділу: адміністративні, інвентарні, інформаційні, комплексні і глобальні (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Класифікація основних депозитарних операцій
(розвинуто автором на основі [65, с. 208])

Адміністративні операції пов'язані з відкриттям і закриттям рахунків депо. Вони можуть бути двох видів: відкриття рахунку депо депонента і відкриття особового рахунку депо по місцю зберігання цінних паперів. Рахунок депо депонента відкривається на підставі депозитарного договору при заповненні депонентом анкети клієнта і рахунку депо. Рахунок депо по місцю зберігання цінних паперів відкривається на підставі внутрішніх документів депозитарію. Закриття рахунку депо проводиться з доручення клієнта за умови нульового залишку цінних паперів на рахунку депо або при розірванні депозитарного договору, а також при ліквідації депозитарію. Інвентарні операції змінюють залишок цінних паперів на рахунку депо, тому вони пов'язані з прийомкою цінних паперів, їх переказом або переміщенням, а також зі зняттям цінних паперів зі зберігання або обліку. Інформаційні операції пов'язані зі складанням звітів і довідок про стан рахунку депо з доручення депонентів. Сутність управлінських операцій полягає у наданні різноманітних послуг аналітичного характеру або супроводі корпоративних операцій власним клієнтам. Комплексні операції – це операції, які включають

елементи різних видів операцій. Наприклад, депозитарій може блокувати цінні папери депонента, тобто він тимчасово припиняє рух цінних паперів по рахунках. Така операція має риси і адміністративних, і інвентарних операцій. Глобальні операції депозитарію торкаються всіх цінних паперів конкретного випуску або їх значну частину. Такі операції проводяться з ініціативи емітента і пов'язані з виплатою доходу по цінних паперах, погашенням боргових цінних паперів, конвертацією облігацій або акцій.

Розглядаючи стандартну класифікацію депозитарних операцій слід зазначити, що в цілому еволюція депозитарних послуг відбувалася на підставі якісного і кількісного розвитку виконуваних депозитаріями функцій і операцій (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Еволюція депозитарних послуг (систематизовано автором за [66, с. 159])

Операції, які здійснюють депозитарії на фондовому ринку по веденню обліку прав власності на цінні папери, регламентуються з боку державних інститутів. З однієї сторони, правові засади дозволяють забезпечити захист прав власників цінних паперів і учасників ринку. З іншого боку, депозитарій забезпечує більш високий рівень гарантій суб'єктам ринку цінних паперів.

За цих обставин при формалізації інтегрованої інституційної моделі національної депозитарної системи слід урахувувати той момент, що однією з умов одержання ліцензії для потенційної депозитарної організації, є розробка особливих правил ведення депозитарного обліку. Подібні правила можуть включати у свою структуру: процедури, що описують: порядок функціональних дій співробітників депозитарію по обліку депозитарних

операцій; формат, види і склад облікових реєстрів, що визначають облікову систему депозитарію; порядок визначення результатів від виконуваних депозитарних операцій, а також діяльності, пов'язаної з виконанням доручень емітентів, ініціаторів або інших учасників депозитарної діяльності.

Певні депозитарні операції можна об'єднати по групах залежно від їхнього функціонального призначення: реєстраційно-адміністративні; обліково-інвентаризаційні; аналітично-інформаційні; інтегроване-блокувальні; зведено-узагальнюючі. Варіант формування даних процедурних груп при формалізації інституційної моделі національної депозитарної системи представимо у вигляді класифікатора операцій за функціональними групами, з описом напрямку дій за операціями, які здійснюються (рис. 1.4).



Рис. 1.4. Процедури оформлення депозитарних операцій за функціональними групами (розроблено автором)

Перелік груп процедур оформлення депозитарних операцій за

функціональними групами не є вичерпним і може змінюватися за рахунок побудови процедур опису для оптимізації реєстраційних, облікових, ошадних, аналітичних, контролюючих та інших процесів. У випадках, коли організація планує поєднувати депозитарну діяльність із іншими видами діяльності на фондовому ринку, то при розробці інституційної моделі необхідно передбачити ще включення в систему алгоритмів, що дозволяють розписати операції документообігу між структурними підрозділами даної організації. Зарахування, списання або переказ цінних паперів з рахунку «депо» здійснюється спеціальними дорученнями, які фіксуються записами у відповідних реєстрах обліку депозитарної організації.

Досить часто в практиці фондових операцій наявність рахунків «депо» є обов'язковою умовою і для продавця, і для покупця цінних паперів. Технічно застосовуються ще проміжні рахунки «депо», на які списуються фінансові інструменти продавця, до одержання оплати від покупця. Після проведення розрахункової операції цінні папери списуються з такого проміжного рахунку «депо» і зараховуються безпосередньо вже на рахунок «депо» покупця. Після цього депозитарій вносить зміни в облікові реєстри і повідомляє інформацію учасникам угоди. Основні формальні умови, необхідні для здійснення депозитарних операцій, схематично представлені на рис. 1.5.

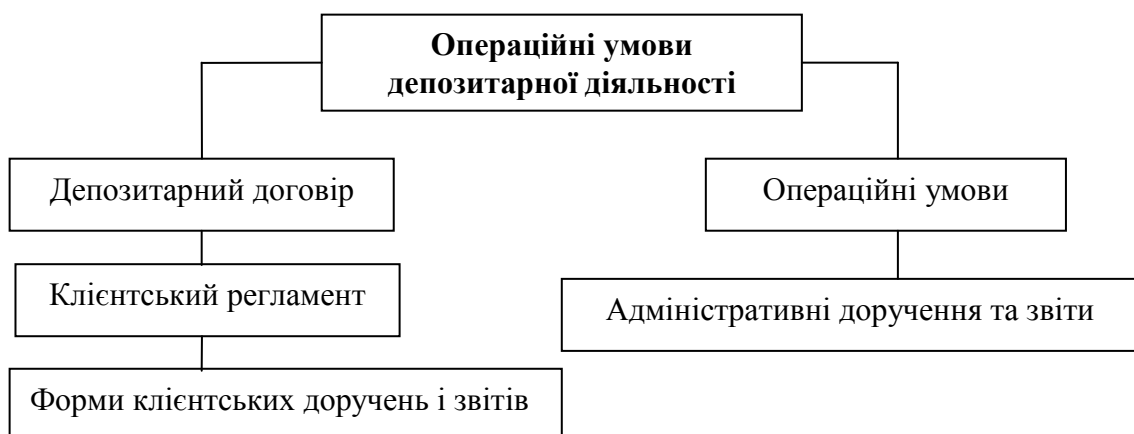


Рис. 1.5. Стандартні умови здійснення депозитарної діяльності
(власна розробка)

Залежно від ступеня розвитку фондового ринку визначаються і обсяги надаваних депозитарних послуг. Міжнародний досвід показує, що в якості депозитаріїв (кастодіанів) в основному виступають комерційні банки, інституційні інвестори, фондові біржі (або їх структурні підрозділи), а також організації, що спеціалізуються на подібного роду послугах.

Слід зазначити, що депозитарні установи самі не беруть участь на фондовому ринку з активними операціями по укладанню договорів купівлі-продажу цінних паперів. Пов'язане це, у першу чергу з тим, що будучи зберігачами фінансових інструментів, депозитарії (кастодіани) автоматично стають власниками певної конфіденційної інформації, що дає їм можливість здійснювати спекуляції як з даною інформацією, так і безпосередньо із цінними паперами своїх клієнтів. Тому, у більшості випадків, національні законодавства передбачають примусовий поділ облікових і активних операцій із цінними паперами на фондовому ринку. У той же час існує цілий ряд додаткових функцій, які можуть здійснювати депозитарні установи, що робить депозитарну діяльність вигідним і конкурентоспроможним бізнесом фінансових послуг.

У відповідності зі стандартними умовами, які склалися в процесі еволюції фондових операцій, до основних функцій депозитарних установ слід віднести: ведення на підставі депозитарного договору рахунків «депо» і реєстрів власників цінних паперів; посередницькі операції на ринку цінних паперів між інвестором і емітентом; забезпечення руху фінансових інструментів на фондовому ринку і організацію обліку зміни прав власності по них; створення інформаційної системи по обліку зберігання і руху цінних паперів. У процесі динамічного розвитку ефективного функціонування фондового ринку вимагає впровадження та застосування інформаційних технологій, передбачених професійною діяльністю суб'єктів ринку цінних паперів України. Наразі, на українському фондовому ринку представлено широкий спектр інформаційних технологій, а саме - системи автоматизації: депозитарної діяльності; реєстраційної діяльності; діяльності інвестиційних

фондів; діяльності торговців цінними паперами; організаторів торгівлі; діяльності зберігачів; бухгалтерської звітності з цінних паперів, а також інформаційно-аналітичні системи для прийняття інвестиційних рішень тощо.

В умовах розвитку фондового ринку еволюціонують і депозитарні системи. Так, усе більше значення на ринку цінних паперів здобувають Центральні депозитарії, що забезпечують більшу структурованість і безпеку проведених операцій із фінансовими інструментами. Також, фахівці відзначають необхідність більш ефективного розвитку інститутів кастодіанів, хоча в багатьох країнах їх позиціонують нарівні з депозитарними установами, а в окремих – використовують даний термін просто замість поняття «депозитарій». Дідківським Є. М. з'ясовано основні перешкоди реалізації класичної моделі централізації та запропоновано альтернативну модель централізації депозитарних функцій. Увагу приділено не тільки особливостям даної моделі, але й перевагам та недолікам альтернативної схеми [67, с. 77].

За класичною інтерпретацією, «основна мета роботи кастодіанів – надання клієнтові цілого комплексу відповідних його вимогам послуг із забезпечення збереження цінних паперів клієнта і прав на них, а також по реалізації засвідчуваних ними прав, у тому числі виконання угод із фінансовими інструментами». У більшості випадків формат роботи кастодіанів припускає індивідуальний підхід до кожного клієнта, що забезпечується розробкою переліку послуг, який затребуваний приватним порядком. Саме тому основними споживачами фінансових послуг кастодіанів є інституційні інвестори, а також власники великого капіталу. За аналогією з депозитарними організаціями, функції кастодіанів умовно можна класифікувати на основні та додаткові, а по способах зберігання – на колективні та сегреговані.

Що же стосується побудови формалізованої моделі депозитарної системи, то слід підкреслити, що в рамках національного законодавства і традицій термінології фондового ринку в різних країнах, можливе

ототожнення понять «депозитарій» і «кастодіан» з виділенням більшої персоніфікації методів роботи із клієнтами у останніх. Відповідно, у загальній формалізованій моделі національної депозитарної системи доцільно використовувати обидві дані форми суб'єктів фондового ринку, для найбільш повної її класифікації. Варто лише зазначити, що по вертикалі значущості професіоналів ринку цінних паперів у забезпеченні облікових функцій не прийнято розглядати кастодіанів в якості суб'єктів нижчого рівня, що в принципі підкреслює той факт, що депозитарій є більш простим інститутом фондового ринку, ніж кастодіан.

Як вже зазначалося вище, функціонування фондового ринку визначає розвиток його інфраструктури і навпаки – тенденції розвитку фондового ринку пов'язані з розвитком самих інфраструктурних елементів, що визначає спеціалізацію даних елементів. Розвиток відносин між учасниками ринку цінних паперів послужило поштовхом до поділу депозитаріїв на кастодіальні і розрахункові, що веде до формування інститутів кастодіального і розрахункового депозитаріїв. У даному зв'язку депозитарії як складова частина інфраструктури класифікуються за двома основними ознаками: типом клієнтів (до яких належать і емітенти, й інвестори), тобто обслуговування факторів попиту та пропозиції на фондовому ринку за допомогою їхнього внутрішнього структурування; виконуваними функціями – обслуговування і забезпечення діяльності на ринку цінних паперів під час взаємодії продавців і покупців [68, с. 13].

Залежно від типу клієнтів, що обслуговуються, виділяються кастодіальні та розрахункові депозитарії. Кастодіальний депозитарій – депозитарій, депонентами якого, як правило, є інвестори, що не здійснюють брокерської та дилерської діяльності і не обслуговують організовані ринки цінних паперів (торговельні системи). Кастодіальні депозитарії підрозділяються на два типи:

1. Спеціалізований кастодіальний депозитарій – це кастодіальний депозитарій, який не поєднує депозитарну діяльність із брокерською або

дилерською діяльністю. Спеціалізований кастодіальний депозитарій може виконувати функції головного депозитарію, що реєструє конкретні випуски цінних паперів.

2. Неспеціалізований кастодіальний депозитарій – це кастодіальний депозитарій, який може поєднувати депозитарну діяльність із брокерською.

Розрахунковий депозитарій – депозитарій, який обслуговує організовані ринки цінних паперів, депонентами якого є, як правило, брокери-дилери, що працюють у торговельних системах, та мають договір на обслуговування операцій, здійснюваних у цих торговельних системах.

Усі розрахункові депозитарії мають бути об'єднані між собою в єдиний інформаційно-технологічний простір для оперативного здійснення своїх функцій і надання можливості клієнтові одного з розрахункових депозитаріїв бути членом торговельної системи, що обслуговується іншим розрахунковим депозитарієм. У цілому, класифікацію депозитаріїв можна представити у вигляді наступної схеми (рис. 1.6).

Відповідно до встановленої ієрархії депозитарної діяльності на фондовому ринку депозитарні системи в основному є дворівневими (взаємодія одного головного депозитарію як депозитарію першого рівня і сукупності декількох депозитаріїв другого рівня). Головний депозитарій при цьому виступає формальним організатором ринку цінних паперів. У якості ж депозитаріїв другого рівня (субдепозитаріїв головного депозитарію) можуть виступати тільки структури, що виконують на організованих ринках дилерські функції. Головний депозитарій є ключовою ланкою депозитарної інфраструктури, тому що він має забезпечувати ведення трьох типів рахунків депо: емісійних рахунків, рахунків депозитаріїв другого рівня для обліку належних їм власних цінних паперів і рахунків для обліку цінних паперів депонентів депозитаріїв другого рівня (кореспондентських рахунків депо). Головний депозитарій у такому випадку здійснює всі розрахунки по цінних паперах між депозитаріями другого рівня, як по відкритих у нього рахунках депо самих депозитаріїв, так і по кореспондентських рахунках.

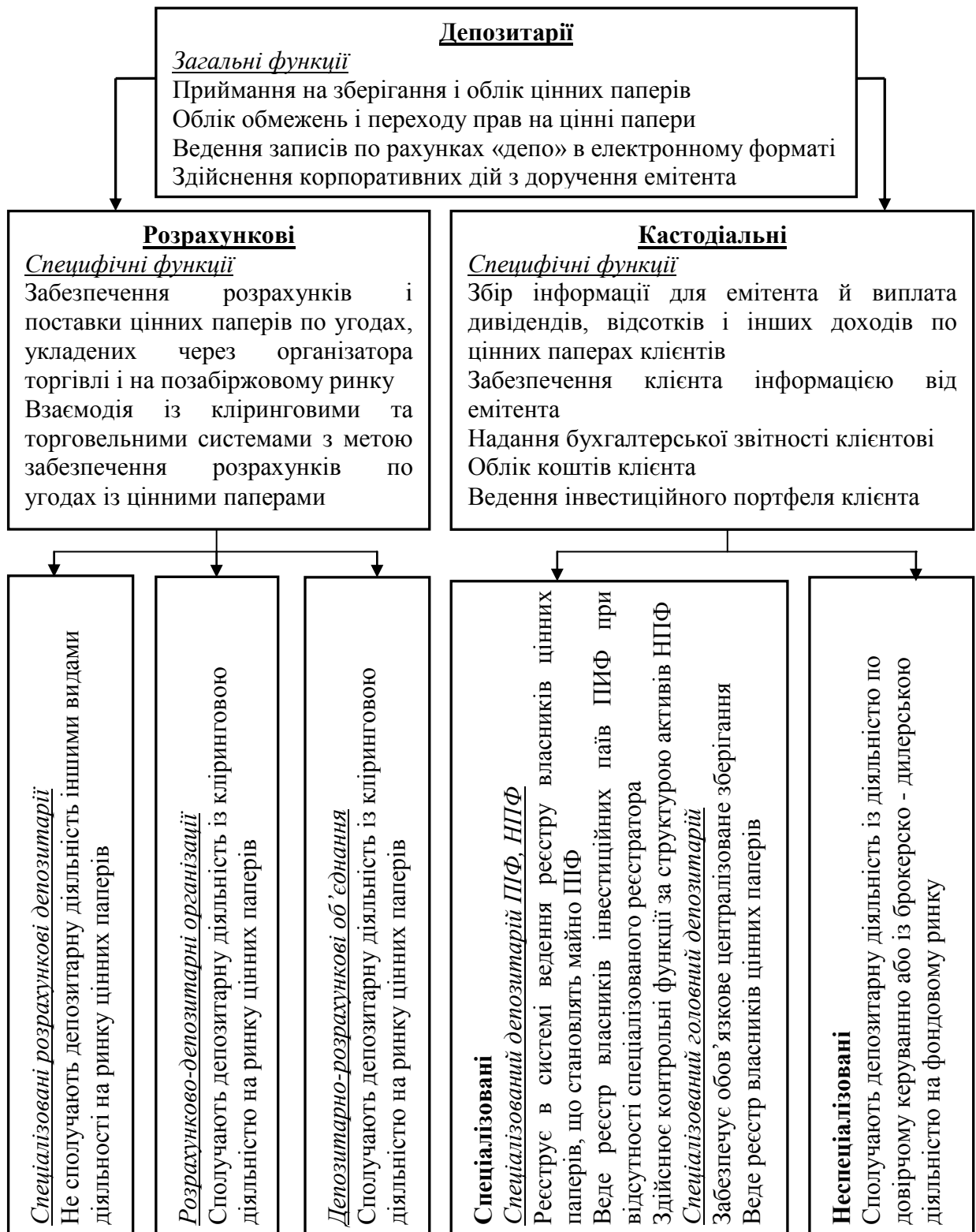


Рис. 1.6. Загальна класифікація інституції депозитаріїв

(систематизовано автором)

Візуалізацію формалізованої інституційної моделі національної депозитарної системи наведено на рис. 1.7.

Її складають щонайменше два рівні депозитаріїв на першому рівні (нижніх рівнях) функціонують депозитарії, які безпосередньо обслуговують операції емітентів та інвесторів на фондовому ринку країни і більш великі та універсальні кастодіальні установи, які обслуговують самих депозитаріїв або персоніфіковано обслуговують певні бізнес-структури та працюють, у разі можливості, на глобальному рівні. Вищий рівень може складатися з центрального депозитарію, який здійснює облікове та розрахункове обслуговування депозитаріїв (кастодіанів) всіх нижчих рівнів і виконує функції нагляду та контролю депозитарної діяльності, функції створення нормативних стандартів здійснення практик організаційно-економічних відносин на фондовому ринку. Останні являють собою вимоги до статусу депозитарних установ, правил ведення їх операцій, вимог пруденційного нагляду і в комплексі з адміністративними чинниками виступають в якості інституційних обмежень відносин депозитаріїв першого рівня між собою, з депозитаріями другого рівня, з учасниками та елементами інфраструктури фондового ринку [69, с. 99]. Запропонована формалізована інституційна модель депозитарної системи України введена в рамки організаційних і інформаційно-технологічних границь, і не торкається багато частин депозитарної діяльності. Властиво, у рамках однієї схеми і неможливо відбити різноманіття всіх механізмів взаємодії суб'єктів депозитарної системи. Крім того фондовий ринок, що розвивається, вимагає постійних коректувань у вже існуючих і описаних інституційних моделях. Так, наприклад, національні інститути електронного документообігу, акціонування, міжнародної гармонізації бухгалтерського обліку та фінансової звітності, повноцінно почали розвиватися тільки в останні кілька років. Використовуючи положення проведеного в даній частині дослідження, можна сформулювати основні теоретичні аспекти формалізації моделі національної депозитарної системи, які полягають у наступному:

у якості головної парадигми (основи) побудови моделі депозитарної системи вибирається адміністративно-технологічна схема досліджуваного

організаційного процесу, що складається, у свою чергу, з інтегрованих і взаємозалежних елементарних процесів, що відбуваються на фондовому ринку;

у зв'язку з тим, що основний оборот цінних паперів, що має відношення до депозитарної системи, здійснюється в бездокументарному форматі, і існує необхідність забезпечення комплексного і своєчасного оформлення облікової інформації, можна говорити про домінуюче значення побудови саме інформаційних комунікацій;

інші види функціональних структур, що утворюють різні аспекти моделі депозитарної системи, будуються навколо технології обліку і зберігання прав на цінні папери, обслуговуючи та забезпечуючи законність учинених операцій.

1.3. Концептуальні положення трансформації інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку

Розвинений організований фондовий ринок національної економіки може істотно впливати на її макроекономічні пропорції та персоніфікувати цивілізований формат існування і перерозподілу національного капіталу. Повноцінне же функціонування всіх ланок ланцюжка фондових операцій в особі професіоналів ринку цінних паперів визначає ступінь економічної безпеки даного ринку та рівень незалежності від негативних факторів зовнішнього впливу або від некоректної поведінки організаційних суб'єктів.

Проведений аналіз наукових джерел дозволяє стверджувати, що для розробки концептуальних положень удосконалення інституційної моделі депозитарної системи в умовах розвитку фондового ринку найкраще підходить концепція ефективності ринку (*Efficient Markets Hypothesis, EMH*), яку розробив і запропонував американський економіст Фама Ю. [70, 71].

Відповідно до його концепції, ефективним може бути тільки той ринок, який одержав усю необхідну та доступну інформацію. У цьому варіанті слід говорити не про ефективність операційної діяльності, а про інформаційну ефективність. Тобто ефективним буде такий ринок, при формуванні вартості на якому буде надаватися вся відома інформація на основі виконання наступних умов: відсутні трансакційні витрати та інші фактори, що перешкоджають здійсненню угод; інформація стає доступною всім суб'єктам ринку одночасно, при цьому її одержання не пов'язане з будь-якими витратами; угоди, які здійсненні окремою особою, не можуть вплинути на загальний рівень вартості ринку; всі суб'єкти ринку діють раціонально, прагнучи максимізувати очікувану вигоду.

На ідеально ефективному ринку, де дотримуються всі перераховані вище умови, ціни завжди відбивають усю відому інформацію, нова інформація викликає негайну зміну вартості, а одержання надприбутків є можливим тільки в результаті щасливої випадковості. Ті рішення, що приймаються фінансовим менеджером, можуть бути настільки ефективними, наскільки він оперує об'єктивною інформацією, яку отримує з відповідних джерел. Отже, якість інформації є визначальною в прийнятті фінансових рішень на такому ринку.

Розвиток інформаційних технологій створює об'єктивні можливості заміни фінансових посередників інформаційними. Інформаційні послуги все більше стають каталізатором змін вартості, організації руху фінансового капіталу. Вони є основою для створення якісно нової інфраструктури, і від них все більше залежить перелік нових фінансових операцій і послуг. Впровадження нових інформаційно-комунікаційних послуг постійно скорочується в часі і все відчутніше впливає на фінансові ринки, зміну ролі інформаційно-комунікаційної інфраструктури на ринку фінансових послуг. Інтеграція інфраструктур інформаційно-комунікаційного і фінансового ринків сприяє безпосередньому впливу на якість фінансових послуг. Посилення конкуренції приводить до концентрації банківських систем в

декількох великих світових фінансових центрах. Бажання клієнта отримувати фінансові послуги в одному місці створює необхідність інтеграції банків із іншими інститутами фінансового ринку або утворення універсальних кастодіальних установ. Концентруючи послуги для користувачів фінансових ринків, біржі також зміцнюють свої конкурентні позиції.

Фондовий ринок, одним з учасників функціонування якого виступають депозитарні установи, являє собою сукупність правил і механізмів, за допомогою яких здійснюються різні операції із цінними паперами, формуються та направляються грошові потоки. Операція щодо цінних паперів - дія учасника фондового ринку, яка призводить до набуття чи припинення прав на цінні папери або обмеження обігу цінних паперів та/або реалізації прав за цінними паперами.

Підвищення ефективності інфраструктури фондового ринку, в т.ч. депозитарної діяльності, пов'язано із ефективним функціонуванням інститутів. Найпоширенішим серед дослідників і економістів визначенням поняття «інституту» є трактування Норта Д., який сформулював його як «правила гри в суспільстві, або, більш формально, створені людьми обмеження людей, що формують взаємодію» [72, с. 18]. Також учений відзначав, що інститути задають структуру стимулів, що діють у суспільстві, тому політичні та економічні інститути визначають собою характер функціонування економіки. Виходячи з даних визначень, можна констатувати, що інститути є основними структурними компонентами, що формують характерні стимули і забезпечують функціонування економіки. Якщо розглянути сучасну інституційну парадигму, яка є основою багатьох економічних досліджень, то під інститутом зазвичай розуміють стійкий комплекс формальних (законів, конституцій) і неформальних (договори і добровільно прийняті кодекси поведінки) правил, принципів і норм, а також факторів примусу, які структурують їх взаємодію [73, с. 6]; сукупність усталених практик соціально-економічних відносин та механізмів їх усталення [74, с. 155].

У той же час, на концептуальному рівні існують лише загальні уяви про те, які інститути регулюють сферу економічних відносин у державі, утворюючи якусь сукупність правил, дій і норм поведінки, а також систему чутливості (прийняття або неприйняття) даних установок [75, с. 97]. Якщо брати загальні положення, що характеризують ступінь впливу на систему залежно від організаційно-соціальних принципів, то інституційні фактори також слід розділити на два основні блоки: формальні і неформальні.

Формальними інституційними факторами, у першу чергу, є закони і нормативні акти, які встановлюють «правила гри» на певному «правовому полі». Саме дані фактори впливу забезпечують ведення бізнес-процесів, у тому числі і на фондовому ринку, у рамках контрольованих свобод, визначають ступінь відповідальності учасника «гри» перед споживачами, контрагентами, державою, гарантують рівні права і можливості для всіх «гравців». Відсутність у країні повноцінної законодавчої бази та належного контролю з боку державних органів негативно впливає на розвиток відповідної системи.

До неформальних інституційних факторів слід віднести традиції, які історично склалися в суспільстві, і, зокрема, традиції в бізнесі. Інакше кажучи, неформальні інституційні фактори можна визначити як менталітет нації, як «неписані» правила, які визначаються не стільки державними законами, скільки народними звичаями. За формулювання Гурун'ян Т. «... це цілий культурний шар, результат багатовікового розвитку народів: традиції, звичаї, морально-етичні норми, які захищені так само надійно, якщо не краще, як і формальні» [76, с. 13].

Концепцію поділу інституційних факторів на формальні і неформальні схематично представлено на рис. 1.8. Якщо говорити про неформальні інституційні фактори, що виявляють вплив на національну депозитарну систему України, то тут, у першу чергу, розуміється політичне і соціальне середовище, у якому люди, як безпосередні творці та учасники системи, живуть, працюють і ухвалюють різні управлінські та бізнес рішення. Крім

того, юридичне покарання за порушення правил у неформальних інститутах відсутнє, так само, як і суворий припис щодо методів діяльності і засобів її реалізації.

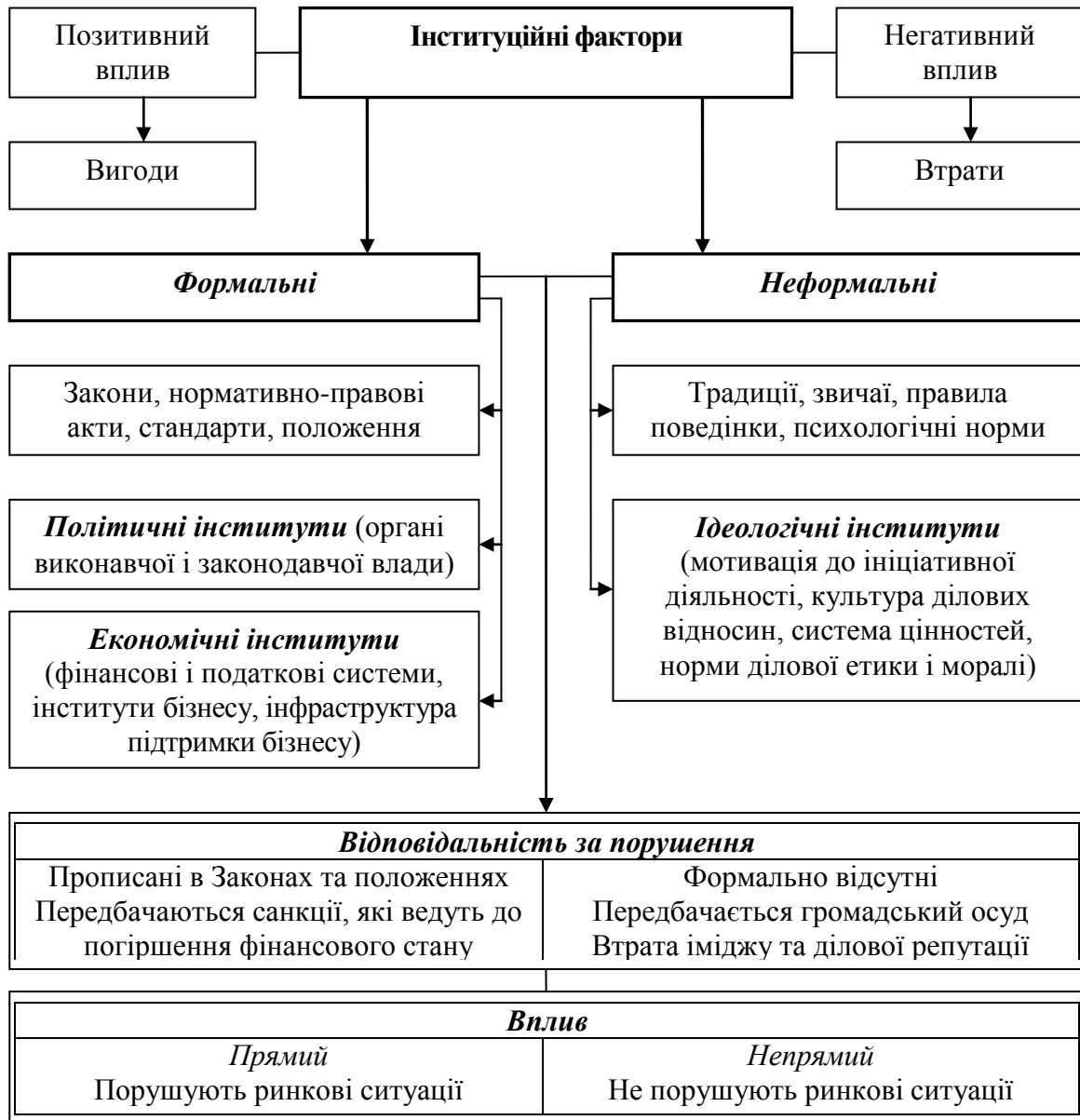


Рис. 1.8. Концепція поділу інституційних факторів розвитку депозитарної системи (авторська розробка)

Низка вітчизняних та російських авторів схиляються до точки зору, що в перехідний період неформальні відносини відтіснили формальні «правила гри» на другий план і при розгляді взаємодії формальних і неформальних норм інституційна неузгодженість неминуха, тому що викликається швидкою зміною формальних правил, а в результаті продовжують функціонувати старі

(Кочановський М. [77], Дрябіна М. [78], Липов В. [79, 80], Василевич С. [81]). Однак, слід зазначити, що вплив неформальних факторів не можна прорахувати математично. Показники, що характеризують кількісні зміни параметрів системи, визначаються тільки лише за фактом формування результату після закінчення операції, на яку був зроблений вплив. Невизначеність же прогнозованих результатів дозволяє говорити про необхідність визначення ступеня ризику при очікуванні економічного ефекту від господарської або фінансової операції.

У контексті впливу інституційних чинників такі ризики можна ув'язати з видами трансакційних витрат, які послідовно досліджуються в рамках неінституційного напрямку економічної науки (Коуз Р. [82], Еггертсон Т. [83], Вільямсон О. [84], Белінська Л. [85], Ватаманюк З. [86], Сухарев О. [87]). Заперечуючи наявність досконалого ринку капіталів, неінституціоналісти відстоюють необхідність функціонування фінансових посередників, використання різноманітних форм організації бізнесу та різних видів фінансування. Значною мірою неінституційна теорія пояснює наслідки нерівномірного доступу до інформації учасників фінансових відносин та використання у власних інтересах переваг в інформаційному забезпеченні сторін, що мають доступ до інформації: теорія агентських відносин; теорія фінансового посередництва (Бенстон Дж. Дж., Сміт К. [88; 89], Ліленд Х.Е., Пайл Д. Х. [90]). Серіфсой Б., Вайсс М. зробили спробу застосувати теорію систем до організаційного дизайну депозитарної діяльності з метою визначення заходів із організації торгівлі цінними паперами та її інфраструктурного забезпечення, які би забезпечили зростання ефективності фондового ринку [91]. Зокрема, авторами виділено три значущих конфігурації дизайну депозитарної системи: активне регуляторне втручання з консолідацією національних ринків (бірж та торговельних майданчиків), тобто створення певної регульованої державою інфраструктурної монополії фондової торгівлі; мінімальний регуляторний вплив держави з наданням якомога більшої ролі ринковим регуляторам за

умови фрагментації фондового ринку (створення декількох організованих фондових ринків); конфігурація, яка сполучає ліберальний підхід до функціонування ринків, але з антимонопольною підтримкою .

Вчені відзначають, що і «регульована монополія» і «фрагментована конкуренція» є ефективними системами в тому сенсі, що жодна зміна не може поліпшити ці системи (оптимальність за Парето). Разом із тим, найбільш розповсюджена третя конфігурація порівняно з першими двома не приводить до кращого результату, однак є більш чутливою до порушень конкуренції, які суттєво знижують її ефективність. За цих умов без постійного моніторингу ринку послуг інфраструктури фондового ринку реалізація даної конфігурації може призвести до втрат ефективності у вигляді переходу до результатів функціонування однієї з перших двох, або навіть до ситуації, коли нерегульований монополіст на ринку інфраструктурних фондових послуг отримуватиме економічну ренту за рахунок користувачів інфраструктури.

У власній аргументації Серіфсой Б., Вайсс М. є досить близькими до позицій Мілна А. [92], який переконує, що в реалізації основної функції фондової інфраструктури – передаванні права власності – є вузьке місце, пов'язане із монопольним становищем центрального депозитарію, однак його можна подолати шляхом регулювання доступу до даного виду послуг на основі плати за доступ до інфраструктури, попри те, що дане твердження заперечується Кніпсом Г. [93]. Ван Кайсель П. доводить, що рішення щодо політики регулювання інфраструктури, яке базується на впевненості у тому, що монополії є неприпустимими, постає єдиним інструментом через потенціальні втрати держави, пов'язані з реалізацією моделі «регульованої монополії» [94]. У зазначеній дискусії значним внеском є увага на системній ефективності, яка визначається як «стабільність торговельної, клірингової та розрахункової індустрії, коли ... «незадовільна» ситуація для одного або більше учасників ринку має негативні наслідки для інших учасників». Це визначення включає усі потенційні операційні ризики, які можуть вплинути

на торговельні операції та їх забезпечення. Крім того, зазначені автори акцентують увагу на високих витратах та ризиках, пов'язаних із несумісними стандартами обробки і пересилання повідомлень у рамках інфраструктури фондової торгівлі, які до того ж можуть бути захищені правами власності (копірайтом). У цьому випадку відбувається викривлення конкуренції на ринку послуг фондової інфраструктури за рахунок бар'єру у вигляді доступу до таких стандартів. Існує щільний зв'язок між типом інформаційно-комунікаційних стандартів (зокрема, форматом обміну даними) на фондовому ринку та характером вертикальної організації інфраструктури: відкритий доступ до цих стандартів має критичне значення для вертикальної структури депозитарної системи (включаючи стандарти комунікації з регулятором, в даному випадку – НКЦПФР), а саме – для моделювання здійснення депозитарних та розрахункових операцій. Натомість, закритий характер стандартів знижує переваги конкурентної ефективності на ринку інфраструктурних послуг [95, с. 197].

Подальший розвиток теоретичного моделювання депозитарного бізнесу можна пов'язати з роботою Хольтхаусен К. та Тепкінга Дж. [96]. В ній аналізується конкуренція між центральними депозитаріями цінних паперів, з якими мають бути пов'язані усі рахунки депо інвесторів та брокерів, та інститутом, який визначений автором як «кастодіальні банки». Мілн А. [97] зауважує з цього приводу, що авторська назва не є коректною, оскільки на практиці кастодіальними вважаються ті банки, які надають депо рахунки для обліку цінних паперів інституційних інвесторів, і пропонує використовувати для тих посередників, які відкривають брокерам рахунки для укладання угод із цінними паперами для непрямого доступу до центрального депозитарію, термін «агентські банки».

У моделі Хольтхаусен К. і Тепкінга Дж. інвестори можуть вільно обирати, здійснювати торгівлю через центральний депозитарій (прямий доступ) або через рахунки в агентських банках (непрямий доступ). Звичайно, при цьому агентські банки повинні мати зв'язок із центральним депозитарієм.

Основна задача, яка розв'язується в рамках даної моделі – це визначення компромісу між вподобаннями клієнта щодо використання того або іншого елементу депозитарної системи та оцінка системного ефекту у вигляді додаткових витрат трансакцій між рахунками інвесторів у центральному депозитарії або в агентському банку. Оптимальний для системи результат являє собою рівновагу між вигодами від ведення рахунків в більш привабливому та менш привабливому для клієнта місці.

У разі, якщо центральний депозитарій є прибутковою організацією, то його частка на ринку зростатиме, оскільки у агентські банки матимуть більш високі витрати обслуговування рахунків. Разом із тим, відзначається, що центральні депозитарії не приділяють належної уваги екстерналіям, які можуть призвести до неоптимального рівня концентрації на ринку інфраструктурних послуг. Проблема наведеного підходу полягає в тому, що конкуренція між центральними депозитаріями і агентськими банками за обсяги обслуговування в реальному житті немає тієї значущості. Функція і головна перевага агентських банків (депозитаріїв нижнього рівня, кастодіанів) полягає в тому, щоби забезпечити «технічно» зв'язок між учасниками фондового ринку та центральним депозитарієм в разі, якщо перші не бажають нести операційні витрати взаємодії з центральними депозитаріями, наприклад на комунікації, контроль та відслідковування залишків на рахунках тощо. Разом із тим центральний депозитарій має безсумнівні конкурентні переваги перед іншими учасниками і будь-які спроби регулювання їх діяльності з метою вирівнювання положення на ринку зі звичайними депозитаріями та кастодіанами призведе до неефективності функціонування фондового ринку.

Наступною теоретичною моделлю, яка має бути взята до уваги при розгляді можливостей удосконалення інституційної моделі національної депозитарної системи, є підхід Тепкінга Дж. та Янга щодо екстерналій, пов'язаних з концентрацією ринку депозитарних послуг [98]. Зокрема в спільній публікації автори аналізують ефекти добробуту різних форм

консолідації депозитарно-розрахункових установ, в результаті чого отримано три основних висновки: 1) вертикальна інтеграція (інтеграція торговельної інфраструктури з розрахунково-кліринговою інфраструктурою) обумовлює зростання добробуту у порівнянні з конкурентним поділом; 2) горизонтальна інституційна інтеграція (шляхом легального злиття або контрактно-кореспондентських відносин) на нижньому рівні депозитарної системи спрощує конкуренцію та підвищує добробут; однак цей механізм не спрацюватиме в разі, якщо витрати на комунікації між депозитаріями будуть надмірно високими; 3) технічна уніфікація комунікацій між депозитаріями всіх рівнів завжди краща за інституційну інтеграцію.

Кауко К., досліджуючи різноманітні аспекти депозитарного бізнесу, має іншу у порівнянні з попередніми авторами ключову передумову: в його моделі враховується діяльність центрального депозитарію одночасно на двох ринках: первинному (цінні папери розміщуються на ринку за допомогою депозитаріїв) та вторинному (обіг прав власності на цінні папери). Як показує автор, прибуткові депозитарії (як протилежність неприбутковій формі діяльності) стикаються з проблемою зобов'язань. Після закінчення первинного розміщення орієнтовані на прибуток депозитарні установи будуть намагатися максимізувати чисті доходи від операцій на вторинному ринку, однак це призведе до зростання витрат вторинного обігу для його учасників і в кінцевому рахунку зменшить доходи емітентів та інвесторів первинного ринку. У даному контексті регулювання має бути спрямовано на відносно низький рівень цін на депозитарно-розрахункові послуги на вторинному ринку [99; 100]. Інший аспект аналізу пов'язаний зі встановленням відносин між центральними депозитаріями різних країн. Основний зміст ідеї, яка постає в якості передумови такого аналізу, можна сформулювати наступним чином: фрагментовність ринку депозитарно-розрахункових послуг приводить до монополізації за географічною ознакою і є наслідком відмінності в інститутах (перш за все, у законодавстві) та стандартах інформаційно-комунікаційної діяльності, які визначають

диференціальні особливості депозитарних систем та їх окремих сегментів.

Депозитарна система є інструментом обслуговуючої інфраструктури фондового ринку і якщо ведення реєстрів служить інтересам і потребам емітентів, то ведення рахунків обслуговує інвесторів. Ці рахунки ведуться в депозитаріях для обліку і точного підтвердження прав власників цінних паперів і для фіксування переходу прав на цінні папери від одного інвестора до іншого. Оскільки депозитарії обслуговують відповідно емітентів та інвесторів як суб'єктів фондового ринку з протилежними інтересами, то в їх діяльності може виникати певна деформація: з одного боку, депозитарій, виражаючи інтереси свого емітента, може не включати до реєстру невігідних інвесторів, а з іншого – в інтересах свого інвестора може приховати інформацію про реальну кількість цінних паперів, йому належать (наприклад, для скуповування боргів або раптового захоплення контрольного пакета акцій). Це напруження взаємовідносин клієнтів потребує введення необхідних обмежень і зобов'язань для кожної зі сторін і, крім того, постійного моніторингу показників діяльності як Центрального депозитарію, так і первинних депозитарних установ.

Існуючі методи аналізу депозитарних операцій традиційно розподіляють на математичні, експертно-аналітичні, бухгалтерські, фінансові, нормативні та комбіновані (рис 1.9). Використання методу комплексного аналізу дозволяє визначити якісний та кількісний ефект від впливу кожного фактору, що супроводжує депозитарну діяльність. Це дозволить суттєво поліпшити результат роботи, як Центрального депозитарію України, так і окремих організацій, що займаються наданням депозитарних і клірингових послуг. До основних кількісних показників, які характеризують депозитарну діяльність, відносять: загальний обсяг депозитарних активів; обсяг цінних паперів, які номіновані в зарубіжній валюті; обсяг цінних паперів дематеріалізованих випусків; загальна номінальна вартість цінних паперів, які є знерухомленими; кількість випусків, які перебувають на обслуговуванні; кількість проведених операцій за період з первинного розміщення; кількість проведених операцій за

період з дематеріалізації на загальну номінальну вартість; кількість операцій по переказу між рахунками депозитарних установ на загальну номінальну вартість; кількість операцій по складанню реєстрів власників іменних цінних паперів.



Рис. 1.9. Загальні методичні засоби, які можуть застосовуватися при оцінці функціонування національної депозитарної системи (власна розробка)

Алгоритм послідовності дій, які потрібно здійснювати при комплексному аналізі депозитарних операцій, представлено на рис. 1.10.

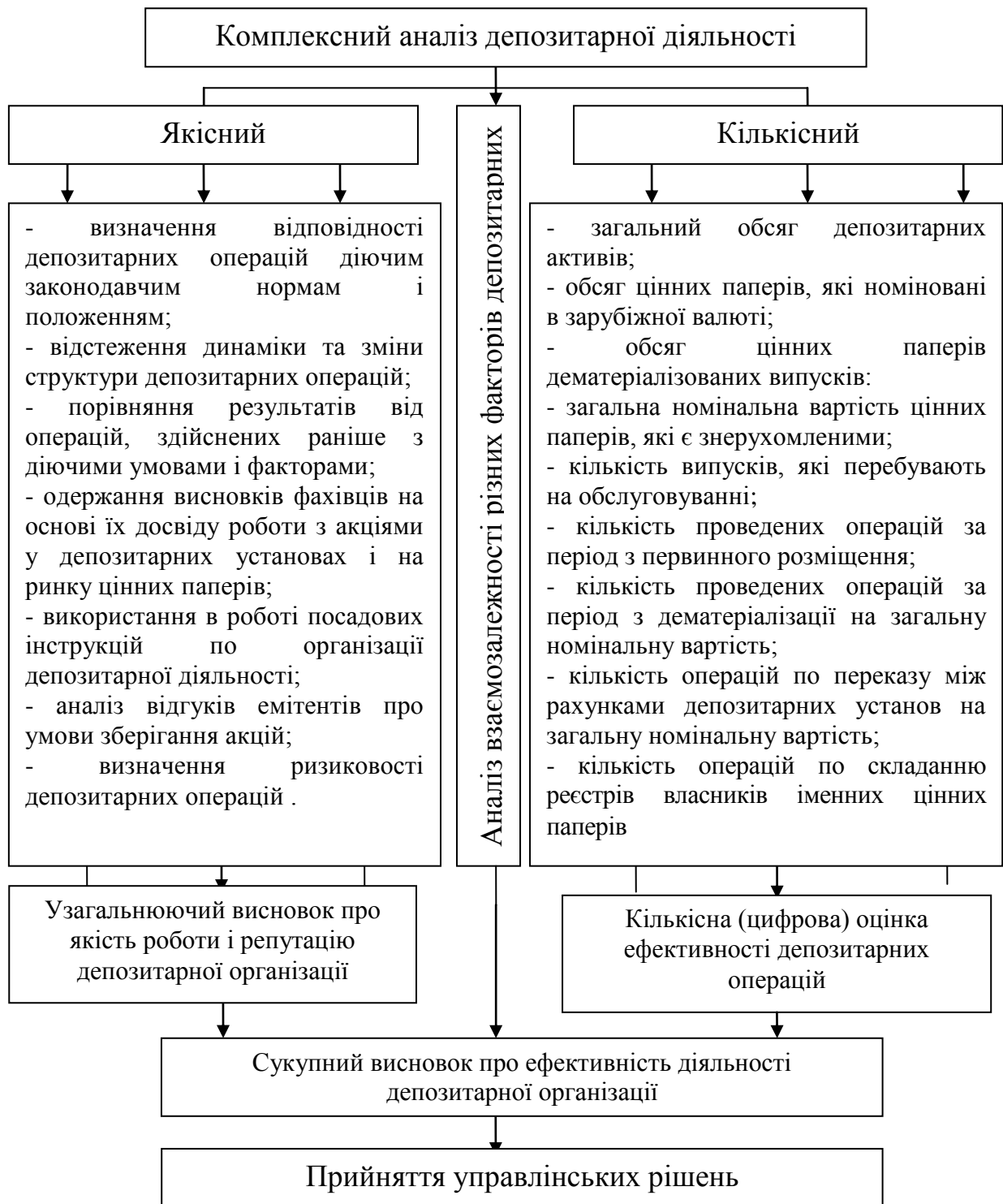


Рис. 1.10. Методичні засади визначення стану депозитарної системи
(власна розробка)

Слід зазначити, що операції, які здійснюються із цінними паперами на фондовому ринку, перебувають постійно в центрі уваги. По фондових операціях визначають тенденції, здійснюють моніторинг, розраховують

індекси динаміки котирувань акцій тощо. Взагалі, опис і оцінка діяльності національних депозитарних систем в основному має статистичний характер, оскільки, по суті, депозитарій є лише зберігачем певних активів (цінних паперів) і здійснює операції з ними за дорученням власників даних цінностей у строгій відповідності з повноваженнями і певними нормативно-правовими документами. У той же час, на якість послуг, які надають депозитарні організації, і їх кількісні показники, можуть істотно впливати зовнішні фактори, що виникають і існують в певному інституційному середовищі. Відповідно, серед різноманітних чинників, які впливають на результати депозитарної діяльності, необхідно виділити фундаментальну роль, яку відіграють інституційні фактори. Навіть незначні зміни в динаміці показників діяльності інституційної структури впливають на окремі елементи даної системи. Залежно від області впливу, швидкості і глибини сприйняття, часу визначення результату, можна класифікувати фактори по наступних формальних характеристиках (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Класифікація формальних факторів впливу на депозитарну систему
(авторська розробка)

Фактор	Швидкість і глибина сприйняття	Структурні характеристики залежностей	Час визначення результату
Інституційний	Повільна – для базових формальних правил соціальних і державних інститутів Швидка – для дискретно змінюваних формальних правил системних надбудов	Форма власності, масштаб бізнесу, системна визначеність, структура капіталу, інтенсивність і форми взаємодії елементів системи, нормативно-правове поле діяльності, формат організації обліку і контролю	Значний. Залежить від адаптивних очікувань дискретних змін усієї системи або елементів системи
Ресурсний	Повільна – для масштабних систем Швидка – для елемента системи	Галузь, вид діяльності, технологічні умови, маркетингова складова, вартісні параметри	Незначний. Залежить від операційного циклу
Кон'юнктурний	Швидка	Центри відповідальності	Мінімальне

При дослідженні інституційних факторів, що впливає на результати економічної діяльності, слід урахувати той факт, що всі суб'єкти

депозитарної діяльності при здійсненні фондових операцій прагнуть одержати або короткостроковий (спекулятивний) дохід, або прибуток у довгостроковій перспективі [101, с. 78]. У цьому зв'язку на ефективність проведених операцій на ринку цінних паперів будуть впливати фактори внутрішньодержавного характеру (процентні ставки, обсяг державного боргу, рівень безробіття, валютні коливання тощо) і зовнішні фактори (стан світової економіки, глобалізація фінансових ринків, зростання ринків, що розвиваються, рух спекулятивного капіталу, розвиток інформаційних технологій тощо) [102, с. 223]. На думку Бикова М., виявлення найбільш важливих фундаментальних зовнішніх і внутрішніх інституційних факторів необхідно для багатофакторної оцінки ефективності операцій, проведених на фондовому ринку [103, с. 11]. Міркін Я., у свою чергу, відзначає певний суб'єктивізм при визначенні факторів, що формують середньострокову кон'юнктуру ринку цінних паперів, але також виділяє дві основні групи факторів: зовнішні і внутрішні (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Фактори, що формують середньострокову кон'юнктуру ринку цінних паперів (упорядковано автором на основі [104, с. 101])

Зовнішні фактори		Фактори, що діють усередині країни	
Довгострокові цикли світової економіки	Залежність від ринку-лідера і інших провідних ринків; взаємозв'язок із іншими ринками	Структура власності	Накопичені викривлення в організації ринку цінних паперів
Світові ціни на нафту і сировину	Приналежність до розвинених ринків, або ринків, що формуються	Модель ринку ЦП і організації фінансування національної економіки	Модель економічної і політичної системи; політична і соціальна кон'юнктура
Регіональна приналежність ринку (Азія, Латинська Америка, Європа)	Порівняльна конкурентоспроможність країни і фондового ринку; ступінь близькості до індустріальних країн	Фінансова глибина (<i>financial depth</i>) і фінансова структура макроекономіки	Модель економічної поведінки населення; релігійний фактор (наприклад, ісламські фінанси)
		Економічна та фінансова політика держави	Внутрішні економічні цикли; економічна кон'юнктура

Що стосується такого зовнішнього фактору, як «зростання ринків, що розвиваються», то інтерес до них пов'язаний із тим, що агресивним і витонченим інвесторам надається відмінна можливість одержання ненормованої прибутковості (*abnormal return*) від спекулятивних операцій. Місце українського фондового ринку в загальній світовій фінансовій системі показано в табл. 1.6.

Слід підкреслити, що зростання впливу країн із фондовими ринками, що розвиваються, може виявляти на світовий фондовий ринок не тільки позитивний, але і негативний вплив. Відповідно, за принципом інтеграційної взаємодії, інтенсивне зростання фондових операцій в одній із економік, що розвиваються, може призвести до деформації фондового ринку в країні-партнера, що надалі викличе ланцюгову реакцію дисбалансу фінансових потоків на світовому рівні. Інтеграційні можливості ринку цінних паперів в країнах пострадянського простору, а також депозитарних і розрахунково-клірингових систем є обмеженими [105, с. 59]. За класифікацією *MSCI* (*Morgan Stanley Capital International World*) рівень розвитку фондового ринку України визначено як автономний (*stand-alone*), до вересня 2015 р. він визнався як граничний (*frontier*).

Інвестиційна діяльність на фондовому ринку вимагає від депозитарної системи впровадження сучасних ринкових механізмів. Наприклад, на розвинених фондових ринках досить активно практикуються операції кредитування цінними паперами. Важливу роль в організації цього процесу відіграють такі міжнародні депозитарно-клірингові системи, як Euroclear та Clearstream. Доцільність таких операцій зумовлена ефектом, який вони спричиняють як на макроекономічному, так і на мікроекономічному рівнях.

Український фондовий ринок характеризується слаборозвиненою системою кредитування цінними паперами та відсутністю розроблених механізмів кредитування на етапі виконання угод. Невелика кількість угод з кредитування, що обслуговуються в Національній депозитарній системі, проходить переважно в режимі РЕПО.

Таблиця 1.6

Класифікація фондових ринків *Morgan Stanley Capital International World* [106])

Розвинені ринки (<i>developed</i>)			Ринки, що розвиваються (<i>emerging</i>)			Пограничні ринки (<i>frontier</i>)					
Америка	Європа і Близький схід	Тихий океан	Америка	Європа, Африка, Близький схід	Азія	Америка	Європа і країни СНД	Африка	Близький схід	Азія	
Канада і США	Австрія Бельгія Данія Фінляндія Франція Німеччина Ірландія Ізраїль Італія Нідерланди Норвегія Португалія Іспанія Швеція Швейцарія Велико-британія	Австралія Гонконг Японія Нова Зеландія Сінгапур	Бразилія	Чехія	Китай	Аргентина	Болгарія Хорватія Естонія Литва Казахстан Румунія Сербія Словенія	Кенія Маврикія Марокко Нігерія Туніс	Бахрейн Йорданія Кувейт Ліван Оман	Бангладеш В'єтнам Пакистан Шрі-Ланка	
			Чилі	Єгипет	Індія						
			Колумбія	Греція	Індонезія						
			Мексика	Угорщина	Корея						
			Перу	Польща	Малайзія						
				Катар	Філіппіни						
				Росія	Тайвань						
				Південна Африка	Таїланд						
				Туреччина							
				Об'єднані Арабські Емірати							
			Автономні ринки (<i>stand-alone</i>)								
				Саудівська Аравія		Ямайка Тринідад & Тобаго	Боснія Герцеговина Україна	Ботсвана Гана Східно-Африканський економічний і валютний союз (WAEMU) Зімбабве	Палестина		

В Україні операції РЕПО застосовуються системними банками, а також банками з іноземним капіталом із метою оптимізації своїх портфелів облігацій, залучення додаткових ресурсів (як альтернатива міжбанківському кредитуванню) та отримання додаткових доходів. Кредитування у цінних паперах практично не провадиться.

Ще одним важливим аспектом ефективного функціонування і розвитку фондового ринку загалом та системи депозитарної діяльності, зокрема, є створення надійної системи управління ризиками. Концепції організації системи ризик-менеджменту знайшли своє відображення у доповідях європейських організацій з депозитарної діяльності. Зокрема Асоціація центральних депозитаріїв Євразії рекомендує центральним депозитаріям країн-учасниць створювати системи управління ризиками, що мають здійснювати: оцінку надійності контрагентів; процедури оцінки, моніторингу та вимірювання ризиків депозитарної діяльності; оцінку фінансової стійкості та вимог до ліквідності; оцінку діяльності за умови виникнення надзвичайних ситуацій; плани відновлення діяльності за умови виникнення надзвичайних ситуацій.

Загалом система ризик-менеджменту в Національній депозитарній системі знаходиться на досить низькому рівні, що обумовлено відсутністю законодавчої бази як складової системи ризик-менеджменту в організаційній структурі депозитарних установ; суперечливістю методик вимірювання ризиків, а також високою вартістю страхування. Пріоритетними методами управління ризиками в депозитарних установах є хеджування та самострахування, які широко застосовуються в зарубіжних депозитарних системах. Метод хеджування за допомогою похідних фінансових інструментів в Україні майже не застосовується. Така ситуація спричинена відсутністю нормативної бази та досвіду здійснення операцій з деривативами. Самострахування передбачає створення депозитарною установою спеціалізованих резервних фондів для покриття збитків клієнтів. Цей метод страхування також не знайшов повноцінного втілення в

депозитарній системі через відсутність нормативного підґрунтя у цій сфері та небажання депозитарних установ відволікати власні активи.

Отже, Національна депозитарна система, хоч і орієнтується у своєму розвитку на депозитарні системи економічно розвинених країн, однак за багатьма аспектами потребує удосконалення для забезпечення повноцінного функціонування українського фондового ринку. Її реформування має відбуватися за такими напрямками: удосконалення правового забезпечення та імплементації міжнародних стандартів; модифікація технологічного забезпечення; інтеграція до світового фондового ринку; організаційне забезпечення; повноцінне продуктове забезпечення; створення системи управління ризиками. Крім того, принциповою вимогою є централізація організаційної структури депозитарної системи, а також впровадження в її діяльність методології ризик-менеджменту.

Розвиток депозитарної системи має забезпечувати ефективну дію фондових методів залучення капіталу корпораціями. Під поняттям «фондовий механізм» Голєвим М.К. розуміється ефективна взаємодія між підприємством та учасниками ринку з приводу функціонуючих цінних паперів, яка забезпечує реалізацію економічних інтересів усіх суб'єктів ринку, незалежно від виду діяльності з цінними паперами [107, с. 9]. Процес міжнародної фінансової інтеграції дозволив корпораціям із країн з економікою, що розвивається і перехідною, вийти на найбільш розвинені ринки капіталу з пропозиціями депозитарних квитанцій [108, с. 365].

Ципіним С. М., Ляшко В. П. обґрунтовано концепцію інтеграції промислових підприємств України в міжнародні фондові ринки, стратегічним завданням якої є використання капіталоутворюючої функції депозитарних розписок для залучення додаткових інвестицій в розвиток виробництва [109; 110; 111]. Леось О., Астаховою О. також розглянуто депозитарні розписки як фінансовий інструмент для виходу українських емітентів на розвинені фінансові ринки; зазначено основні аспекти використання депозитарних розписок; порівняно особливості використання

депозитарних розписок у Польщі, Росії та Україні [112, с. 81]. Сазонець І. Л. наведено схему роботи з депозитарними розписками Standart & Poors, що може бути використана портфельними менеджерами інституційних інвесторів, які працюють в Україні, і в першу чергу, пенсійними фондами та страховими компаніями [113, с. 88].

Кветною І. Р. досліджено теоретико - методичні аспекти визначення інвестиційної вартості активів, що торгуються на міжнародних ринках титулів власності [114, с. 10]. Під ринком титулів власності розуміється основний сегмент ринку цінних паперів, на якому обертаються емісійні неборгові цінні папери, що закріплюють права на капітал, який лежить в їх основі та спрямовується на поповнення основного і оборотного капіталу економічних суб'єктів. Цю групу цінних паперів складають: прості і привілейовані акції, конвертовані цінні папери, варанти, передплатні права, депозитарні розписки, паї, тощо. Дослідження показало, що 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 ризиками емітентів та інвесторів обумовлюють розвиток, спеціалізацію і персоніфікацію депозитарної діяльності, а з іншого – інституціоналізація депозитарної діяльності визначає усталення практик відносин на фондовому ринку, розвиток його професійних регуляторних інститутів. Зазначений факт з огляду на нерозвиненість кількісних характеристик фондового ринку України, його інституційного середовища та структури обумовлює доцільність удосконалення інституційної моделі національної депозитарної системи. Концептуальні положення розв'язання даної проблеми можна навести у вигляді рис. 1.11. В якості головної парадигми (основи) формування депозитарної системи доцільно використати операційно - процесний підхід, в основі якого лежить теза про необхідність інституціоналізації нових видів депозитарних операцій та управління ними.

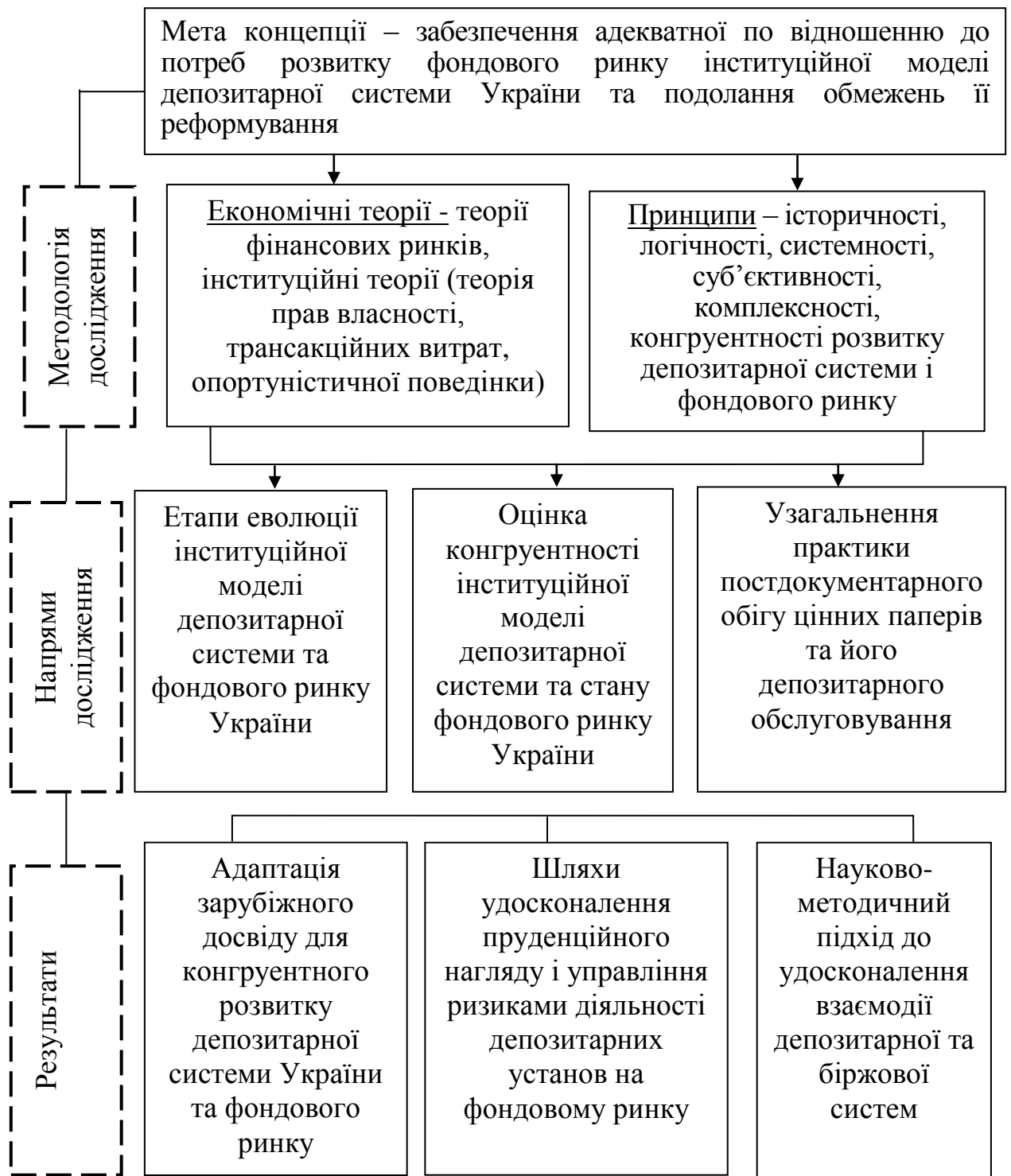


Рис 1.11. Концептуальні положення удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України (авторська розробка)

Пріоритет інституціоналізації облікової складової депозитарної діяльності над власне депозитарною ґрунтується на принципі врахування

впливу інституційних чинників розвитку фондового ринку на фінансові відносини із приводу забезпечення руху прав власності на фінансові інструменти і максимального захисту цих прав. Комплексна оцінка депозитарної діяльності є основою для визначення передумов та напрямів трансформації інституційної моделі національної депозитарної системи як елементу інфраструктури фондового ринку України.

Метою концептуальних положень є забезпечення адекватної по відношенню до потреб розвитку фондового ринку інституційної моделі депозитарної системи України та подолання обмежень її реформування, створення умов для конгруентності депозитарної системи і фондового ринку.

Конгруентність інститутів - близькість загальних тенденцій розвитку інститутів, яка може призводити до їх конвергенції - сходження (аж до збігу) траєкторій інституційного розвитку. Конвергенція буває позитивною і негативною, еволюційною, статистичною та гібридною. Позитивна конвергенція веде до досягнення оптимального для суспільства результату, негативна - до формування неефективних інститутів. Еволюційна конвергенція припускає, що зближення норм - динамічний процес.

Згідно з гіпотезою статистичної конвергенції формальні і неформальні норми доповнюють один одного. Гібридна конвергенція - це взаємний вплив формальних і неформальних норм, в результаті чого підсумкова траєкторія інституційного розвитку не збігається ані з траєкторією розвитку неформальних норм, ані з траєкторією розвитку формальних.

Висновки до розділу 1

1. 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.

2. Визначено інституційні передумови ефективності 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.

3. Функції депозитарних установ можна поділити на «кваліфікуючі», або «обов'язкові», та «додаткові», або «сервісні». До першої групи функцій відносять: облік і посвідчення прав на цінні папери, облік їх зберігання і виведення з обігу, розрахунки, тобто переказ цінних паперів і коштів по укладених угодах; надання звітності по операціям по рахунках клієнтів; виплати доходів по цінних паперах, одержання і перерахування дивідендів і відсотків по цінних паперах, а також забезпечення інших форм надходжень на рахунки клієнтів. До другої групи функції відносять – 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.

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 по покращення рівня корпоративного управління, підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів тощо.

4. Визначено, що бізнес-процеси депозитарних установ співвідносяться з наступними процедурами: реєстраційно-адміністративними, обліково-інвентаризаційними, аналітично-інформаційними, блокувальними, зведено-узагальнюючими, регулятивно-наглядовими, супровідними. Відповідно до інституційного підходу здійснення зазначених процедур відбувається 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 інформації тощо.

5. 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 який здійснює облікове та розрахункове обслуговування депозитаріїв нижчого рівня, виконує функції нагляду та контролю депозитарної діяльності, створення нормативних стандартів професійної діяльності на фондовому ринку, комуніє з учасниками та елементами інфраструктури фондового ринку.

6. 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 практик відносин на фондовому ринку, поліпшення якості корпоративного управління, активізацію торгівлі цінними паперами тощо.

7. З огляду на нерозвиненість кількісних характеристик фондового ринку України, який згідно міжнародної класифікації віднесено до автономних ринків, інституційна модель національної депозитарної системи

потребує удосконалення на принципах забезпечення прав власності на фондовому ринку, скорочення рівня трансакційних витрат обігу цінних паперів, зниження ймовірності опортуністичної поведінки та забезпечення конгруентності з фондовим ринком.

Основні результати, викладені в даному розділі, опубліковані у [115, 116, 117, 118].

РОЗДІЛ 2

СУЧАСНИЙ СТАН ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ ТА ЙОГО ВІДПОВІДНІСТЬ ПОТРЕБАМ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ

2.1. Етапи еволюції інституційної моделі депозитарної системи та фондового ринку України

Формування інституційної моделі національної депозитарної системи пов'язано з розвитком фондового ринку. Даний процес розпочався ще з прийняттям Радою Міністрів СРСР постанови «Про випуск підприємствами й організаціями цінних паперів» від 15.10.1988 р. № 1195 [119]. Україна з перших днів незалежності почала активно створювати фондовий ринок, одним із базових інститутів якого є спеціалізовані організації, що займаються обліком і зберіганням цінних паперів, а також обліком правових зобов'язань, пов'язаних з обігом цінних паперів. Однак слід погодитися з Алексєєвим С. [120, с. 11], що законодавці, створюючи правове поле обігу цінних паперів, орієнтувалися на розвинені країни з багаторічними традиціями розвитку фінансових ринків. Тому в Україні практично конструювалася гіпотетична модель, яка не мала під собою реальної економічної основи, яка мала фрагментарний та еkleктичний характер. Зазначений процес явно вступав у протиріччя з фундаментальним законом єдності та суперечливості продуктивних сил та економічних відносин, оскільки фінансові відносини, пов'язані з обігом цінних паперів, інституціювалися за відсутності реального потенціалу їхнього існування.

Систематизація положень, викладених в роботах Бодрова В. [121], Тевелева Д. [122], Рекуненка І. [123], Кірсєва О. [124] дозволяють визначити етапи періодизації розвитку фондового ринку, які вплинули на формування національної депозитарної системи (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Періодизація становлення і розвитку фондового ринку України (систематизовано автором)

Етап	Зміст інституційних перетворень, новацій на фондовому ринку, характеристики фондового ринку	Основні нормативно-правові акти
1990-1994 рр.	Створення приватних акціонерних та фінансових компаній, які займалися залученням коштів населення під випуск власних цінних паперів; інституціоналізація національного фондового ринку за змішаною моделлю (на ринку одночасно та з рівними правами були присутні і комерційні банки, і небанківські інститути); відсутність єдиної концепції становлення і розвитку фондового ринку; відсутність центрального регулятора ринку цінних паперів; приватизація, яка не передбачала обов'язковості вторинного обігу цінних паперів через фондовий ринок; створення Української фондової біржі (до 1995 р. – єдиний офіційний біржовий ринок), яка сполучала в собі торгівлю не тільки цінними паперами, а й валютними цінностями; становлення технічно-операційної інфраструктури функціонування фондового ринку; поява перших суб'єктів інфраструктури, в т.ч. в регіонах; відсутність стандартних правил щодо контрактів та звітності	Закони України «Про власність» від 07.02.1991 № 697-ХІІ, «Про цінні папери і фондову біржу» від 18.06.1991 № 1201-ХІІ, «Про господарські товариства» від 19.09.1991 № 1576-ХІІ, «Про заставу» від 02.10.1992 № 2654-ХІІ, «Про приватизаційні папери» від 06.03.1992 № 2173-ХІІ, «Про банки і банківську діяльність» від 20.03.1991 № 872-ХІІ, Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії (Указ Президента від 19.02.1994 № 55/94), Положення про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність (Указ Президента від 25.05.1994 № 247/94); Декрет Кабінету Міністрів «Про довірчі товариства» від 17.03.1993 № 23-93
1995-1999 рр.	Випуск в обіг та створення вторинного ринку купівлі-продажу компенсаційних сертифікатів (КС) і чорного ринку приватизаційних майнових сертифікатів (ПМС) – ваучерів; створення державної системи регулювання фондового ринку, насамперед, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР); масова приватизація; створення квазібіржової торгівлі – центрів сертифікатних аукціонів збільшення кількості фінансових посередників (довірчих та інвестиційних компаній); відкриття фондових відділів товарних бірж; ринок цінних паперів в Україні став механізмом трансмісії коштів зі сфери виробництва у сферу споживання й фінансового обігу; перерозподіл реальної власності на підприємства на користь управлінського складу і початок процесу концентрації власності шляхом придбання стратегічними покупцями цінних паперів на відкритому ринку, причому значна кількість операцій відбувалася шляхом купівлі цінних паперів у населення; створення	Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України від 29.04.1994 № 277 [125]; Закони України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР, «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 № 710/97-ВР; Указ Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 12.06.1995 № 446/95; Правила розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій (Наказ ДКЦПФР від 09.01.1997 № 2);

Продовження табл. 2.1

1	2	3
	<p>вексельного обігу і Українського вексельного центру, організація відкритих торгівлі векселями на Українській фондовій біржі; розширення кількості бірж на ринку, в т.ч. поява ПФТС, в рамках якої сконцентрувався вторинний обіг акцій; поширення біржового механізму реалізації Фондом державного майна України державних пакетів акцій приватизованих підприємств; формування національної депозитарної системи як створення системи реєстрації прав власності на цінні папери, розкриття інформації про емітентів і професійних учасників ринку цінних паперів, створення Національного депозитарію України, який окрім депозитарної та розрахунково-клірингової діяльності виконував й інші функції, пов'язані з міжнародними стандартами, функціонування одночасно інститутів реєстраторів (європейська модель) та депозитаріїв (американська модель), створення ВАТ «Міжрегіональний фондовий союз» для депозитарно-клірингового обслуговування операторів ринку, створення Депозитарію державних цінних паперів НБУ; створення саморегулювних організацій реєстраторів, торговців, зберігачів та депозитаріїв, а також інвестиційних керуючих (Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД) та Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ)); посилення залежності фондового ринку від іноземного капіталу</p>	<p>Положення про діяльність з обліку прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність (Указ Президента від 2 березня 1996 року № 160/96); Положення про розрахунково-клірингову діяльність (Рішення ДКЦПФР від 27.01.1998 № 11-а); Указ Президента відносно Загальних засад функціонування Національного депозитарію України (від 22.06.1999 № 703/99); Правила здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінним паперам (Наказ ДКЦПФР від 23.12.1996 № 331); Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності (Рішення ДКЦПФР від 22.01.1998 № 19), Положення про здійснення державного контролю за діяльністю бірж та торговельно-інформаційних систем на ринку цінних паперів України (Рішення ДКЦПФР від 17.09.1998 №119-1)</p>
2000-2007 рр.	<p>Збільшення торгівлі з використанням торговельно-інформаційних систем та на позабіржовому ринку взагалі, посилення концентрації торгів в рамках ПФТС; початок приватизації стратегічних підприємств, зниження темпів приватизації та впорядкування випусків акцій закритих акціонерних товариств, посилення грошової приватизації; посилення залежності тенденцій фондової торгівлі від політичних подій; започаткування системи інститутів спільного інвестування; створення нових інфраструктурних суб'єктів (компанії з управління активами, рейтингові агентства); запровадження неформальних правил поведінки на фондовому ринку та корпоративного управління; впровадження елементів міжнародних стандартів фондової та корпоративної діяльності</p>	<p>Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 № 2121-III [126], Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України» (від 26.03.2001 № 198/2001) [127], Про затвердження плану заходів з реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006-2010 роки (Розпорядження КМУ від 07.03.2006 № 131-р) [128]; Закони України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні</p>

Продовження табл. 2.1

1	2	3
		фонди)» [129]; «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV
2008-2009 рр.	Масовий відтік іноземних інвестицій; підвищення волатильності фондового ринку, банкрутства вітчизняних фінансових компаній; спад на ринку спільного інвестування як за обсягами коштів в управління компаній з управління активами, так і за прибутковістю інститутів спільного інвестування під їх управлінням; посилення ролі біржової торгівлі та депозитарної системи в діяльності акціонерних компаній (акції всіх публічних акціонерних товариств повинні бути присутні в лістингу хоча одного із організаторів торгівлі і мають існувати у бездокументарній формі, що збільшує навантаження на зберігачів та депозитарії); створення Української біржі і поширення послуг з інтернет-трейдингу; посилення концентрації на ринку депозитарних послуг	Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI, Закон України «Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України» від 31.10.2008 № 639-VI [130]
2010- 2012	Збільшення активності біржового сегмента фондового ринку; припинення паперового документообігу цінних паперів і ліквідація інституту реєстраторів, які обслуговували документарні випуски; концентрація обліково-зберігальних функцій в депозитарних установах; створення Центрального депозитарію (на базі Національного депозитарію України) і Розрахункового центру (на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів); посилення захисту прав учасників ринку	Указ Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 23.11.2011 № 1063/2011 [131], Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI [132], Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 [133], Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI;
З 2013 р. до поточного часу	Активний розвиток бездокументарного обігу цінних паперів	Положення про провадження депозитарної діяльності, (рішення НКЦПФР № 735 від 23.04.2013) [134]; Положення про порядок забезпечення існування іменних цінних паперів у бездокументарній формі, (рішенням НКЦПФР № 47 від 22.01.2014) [135]; Порядок передачі інформації, що міститься у системі реєстру власників іменних цінних паперів, до системи депозитарного обліку (рішення НКЦПФР № 729 від 18.04.2013) [136]

Пропонується виділити такі шість етапів розвитку фондового ринку: 1990-1994 рр. – початок інституційного оформлення фондового ринку, який опосередковував паперову безгрошову приватизацію; 1995-1999 рр. – формування механізмів державного регулювання фондового ринку і електронного обігу цінних паперів; 2000-2007 рр. – потужний розвиток позабіржової торгівлі цінними паперами і виникнення нових суб'єктів фондового ринку, представлених ІСІ і КУА; 2008-2009 рр. – значне зниження ділової активності на фондовому ринку під впливом світової фінансової кризи; 2010-2012 рр. – збільшення активності біржового сегмента фондового ринку і припинення паперового документообігу цінних паперів; з 2013 р. до поточного часу – активний розвиток бездокументарного обігу ЦП. Відповідно до логіки становлення та еволюції фондового ринку України можна визначити і основні етапи становлення національної депозитарної системи [137; 138] (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Етапи становлення національної депозитарної системи

(побудовано автором)

Етап	Зміст процесів
1991-1996	Існування системи реєстрації прав власності, яка базується на обліку цінних паперів на біржах та у самих емітентів, в органах державної влади; відсутність єдиних стандартів обліку і комунікацій у зв'язку з обігом цінних паперів; створення МФС
1997-2012	Створення Національного депозитарію України, формування інститутів реєстраторів та зберігачів, відсутність на ринку єдиної інституції, яка б забезпечила функціонування єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів; поширення практики здійснення незаконного перерозподілу прав власності, маніпуляцій зі сторони рейдерів через несформованість центрального реєстру цінних паперів; – наростання конфліктних ситуацій на ринку цінних паперів та зниження рівня довіри інвесторів через неврегульованість у вітчизняному законодавстві питання щодо здійснення функції зберігання глобальних сертифікатів; технологічна відокремленість складових Національної депозитарної системи; паралельне існування окремих систем депозитарного обліку державних та корпоративних цінних паперів; наявність недобросовісної конкуренції між депозитарними установами
З 2013 до поточного часу	Створення Центрального депозитарію на базі Національного депозитарію України і Розрахункового центру на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів з обслуговування договорів на фінансових ринках, а також системи депозитарних установ (проведено трансформацію учасників депозитарної системи (зберігачів та реєстраторів)

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. - жовтень 2013 р.); постдокументарний (жовтень 2013 р. і по теперішній час) [139, с. 197]. Депозитарна система перехідного періоду попри наявність суттєвих недоліків не була фактором зменшення обсягів торгів на вітчизняному ринку цінних паперів, а її пропускна здатність обробляти операції з документарними, знерухомленими та бездокументарними цінними паперами цілком відповідала потребам ринку. Реформована депозитарна система побудована відповідно до міжнародних вимог та стандартів, пропускна здатність якої для обслуговування операцій з цінними паперами перевищує вимоги сучасного ринку цінних паперів України. Механізм функціонування оновленої депозитарної системи України потребує подальшого відпрацювання, оскільки існують проблеми відповідності показників діяльності депозитарних закладів пруденційним нормативам, обліку цінних паперів «сплячих акціонерів», підвищення рівня конкуренції між депозитарними установами [140, с. 195].

Якщо дотримуватися хронологічного підходу, то розвиток депозитарної системи України пройшов декілька етапів. Початок процесу формування ринку цінних паперів в Україні історично пов'язаний із днем 18 липня 1991 р., коли Верховна Рада прийняла Закон України «Про цінні папери та фондову біржу», який став першим законодавчим документом, що офіційно регулював діяльність у цій сфері [141]. Цей Закон визначав умови і порядок випуску цінних паперів, а також регулював посередницьку діяльність в організації обігу цінних паперів.

Необхідність створення централізованої системи депозитарного обліку цінних паперів і розрахунків по угодам із цінними паперами виникла у 1995 р., коли в Україні закінчувалася масова приватизація і було сформовано систему обліку цінних паперів, засновану на веденні реєстрів власників іменних цінних паперів незалежними реєстраторами. На думку фахівців це не відповідало

потребам учасників фондового ринку. Ось чому в 1996 році групою професійних учасників ринку, серед яких – великі торговці цінними паперами, банки тощо, було розроблено основні напрямки та принципи створення центрального депозитарію, визначено його функції та організаційно-правовий статус. У березні 1997 року ці засновники створили депозитарій – Міжрегіональний фондовий союз (МФС). Важливо те, що його створення було підтримано Національним Банком України, який став одним із засновників. У той же час у Верховній Раді було розглянуто та прийнято Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [142]. Таким чином, депозитарій МФС був створений раніше, ніж був прийнятий відповідний Закон, при цьому МФС повністю відповідав вимогам профільного нормативного акту. Первісно проектом закону передбачалося існування в Україні декількох депозитаріїв, однак в останній момент в нього було внесено і закріплено законодавчо пропозиція про створення Національного депозитарію та передбачено бюджетне фінансування розвитку депозитарної системи України.

У травні 1999 р. було створено ВАТ «Національний депозитарій України» (НДУ). При цьому учасники створення не заперечували проти створення Центрального державного депозитарію України, однак домовилися, що протягом часу дії Меморандуму (до 2010 року) той не буде виконувати ніяких комерційних функцій, а буде займатися виключно кодифікацією, стандартизацією та встановленням відносин з депозитарними установами інших країн. Але в січні 2006 р. український уряд зазначений Меморандум в односторонньому порядку розірвав, незважаючи на погляди ні партнерів із USAID та Всесвітнього Банку, ні учасників фондового ринку. Розрив Меморандуму був потрібен з одною метою – надати НДУ право на ведення комерційної діяльності, під яку вже була підготовлена спеціальна державна програма, на виконання якої передбачалось виділення 2 млрд. грн. (у тому числі 900 млн. бюджетних коштів). Проте, не дивлячись на отримання ліцензії та режим максимального сприяння з боку держави, НДУ

нічим практично не займався. Ринкова частка депозитарію так і залишилася мізерною (0,75% депозитарних послуг вітчизняного ринку на кінець 2006 року), а діяльність – збитковою. У той же час, діючи паралельно з ним, МФС займав майже 99% ринку. При цьому НДУ намагався позиціонувати себе як певний регулюючий орган, встановлюючи різноманітні стандарти [143, с. 10].

У 2001 р. починає формуватися законодавча база функціонування інститутів спільного інвестування. Активи ІСІ у формі цінних паперів, які обслуговуються депозитарною системою, обліковуються на рахунку в цінних паперах у зберігача. Зберігачем активів ІСІ з публічним розміщенням є банк, що має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів. Укладання договору зі зберігачем на обслуговування активів інституту спільного інвестування з приватним розміщенням не є обов'язковим. У разі укладання корпоративним фондом або компанією з управління активами пайового фонду з приватним розміщенням такого договору зберігачем активів такого ІСІ може бути юридична особа, що має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів.

У 2006 р. був прийнятий Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [144], який регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку. У 2008 р. був прийнятий Закон України «Про акціонерні товариства», пунктом 2 статті 20 передбачено, що акції товариств існують виключно в бездокументарній формі [145].

У 2008 р. з метою виведення депозитарної системи на новий рівень, що вимагало значних капіталовкладень, був створений Всеукраїнський Депозитарій цінних паперів (ВДЦП), акціонером якого погодився стати Національний Банк України (НБУ), через який держава стала контролювати 22,83% акцій депозитарію. Крім НБУ акціонерами (засновниками) ВДЦП були: Українська міжбанківська валютна біржа, Перша фондова торговельна

система (ПФТС) та 19 крупних вітчизняних банків. У жовтні 2009 р. ВДЦП здійснив дружнє поглинання МФС, прийнявши в порядку права успадкування на себе майнові права, обов'язки по обслуговуванню клієнтів МФС і виконанню депозитарної і розрахунково-клірингової діяльності.

Таким чином, в Україні склалися умови коли, всупереч потребам фондового ринку, депозитарні інститути були не в змозі виконувати властиві їм функції ефективно. Замість чіткої, скоординованої співпраці в Україні спостерігалася недобросовісна конкуренція між ВДЦП, як спадкоємця МФС та НДУ, та спроби знищити одне одного.

З прийняттям Закону України «Про депозитарну систему України» від 6.07.2012 р. № 5178-VI посилюється процес централізації депозитарної діяльності і розпочався новий етап розвитку депозитарного забезпечення країни – постдокументарний. Після введення в дію Закону розпочалася розбудова депозитарного забезпечення й в Україні: на базі НДУ створено Центральний депозитарій, а ПрАТ «ВДЦП» перетворений в Розрахунковий центр. Система депозитарного обліку цінних паперів має такий вигляд: вищий рівень – Центральний депозитарій України та Національний банк України (щодо державних цінних паперів); середній рівень – депозитарні установи; нижній рівень – депоненти. За даними НКЦПФР [146] на момент введення в дію реформаційного Закону ліцензії на здійснення діяльності депозитарної установи отримали 295 юридичних осіб, серед них лише один новий учасник системи, 2 реєстратора, а 99 % склали особи, що мали ліцензії на право здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів – таким чином понад 83% (із 351 до цього функціонуючих) зберігачів продовжили свою діяльність в новому форматі.

Загальна схема дворівневої архітектури Національної депозитарної системи відповідно до Закону України «Про депозитарну систему України» наведена на рис. 2.1. Статутний капітал Центрального депозитарію становить 103200 тис. грн. і поділений на 10320 простих іменних акцій номінальною вартістю 10 тис. грн.



Рис. 2.1. Схема дворівневої ієрархії національної депозитарної системи відповідно до Закону України «Про депозитарну систему України» (авторська розробка)

У статутному капіталі Центрального депозитарію частка одного акціонера разом з пов'язаними особами становить не більш як 5 відсотків, а частка держави разом з Національним банком України становить не менш, ніж 25 % плюс одна акція. Відповідно до даних, наведених на офіційному сайті Національного депозитарію України, структура власників за період 2013-2015 року не змінювалася. Перелік акціонерів ПрАТ «Національний депозитарій України» представлено в табл. 2.3.

Структура власності Центрального депозитарію України

(побудована на основі даних [147])

Повне найменування юридичної особи власника Центрального депозитарію	Частка у статутному капіталі Центрального депозитарію, %	Загальна номінальна вартість цінних паперів, тис. грн
Національний банк України	25,00	25800
Корпоративний недержавний пенсійний фонд Національного банку України	10,94	11290
ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України»	9,99	10310
ТОВ «Одеський приватизаційний центр»	1,72	1770
Держава Україна в особі Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку	25,00	25800
ПАТ «Державний ощадний банк України»	24,99	25790
ТОВ «ФІНТЕХНОЛОГІЇ» (Пайовий венчурний інвестиційний фонд «Фенікс» недиверсифікованого виду закритого типу)	1,70	1750

Таким чином, проаналізувавши роль і значення суб'єктів, пов'язаних зі здійсненням депозитарної діяльності, використовувані в роботі фондового ринку інформаційні процеси і технології, визначившись із границями розгляду і задавши ступінь деталізації, можна представити інституційну модель Національної депозитарної системи України у вигляді схеми (рис. 2.2). У цілому слід відзначити, що попри інституційні зміни, які відбулися в депозитарній системі України після ухвали Закону України «Про депозитарну систему», кількісні позитивні зміни супроводжуються волатильністю можливостей її функціонального розвитку, що в кінцевому рахунку може призвести до погіршення інституційних умов фондового ринку.

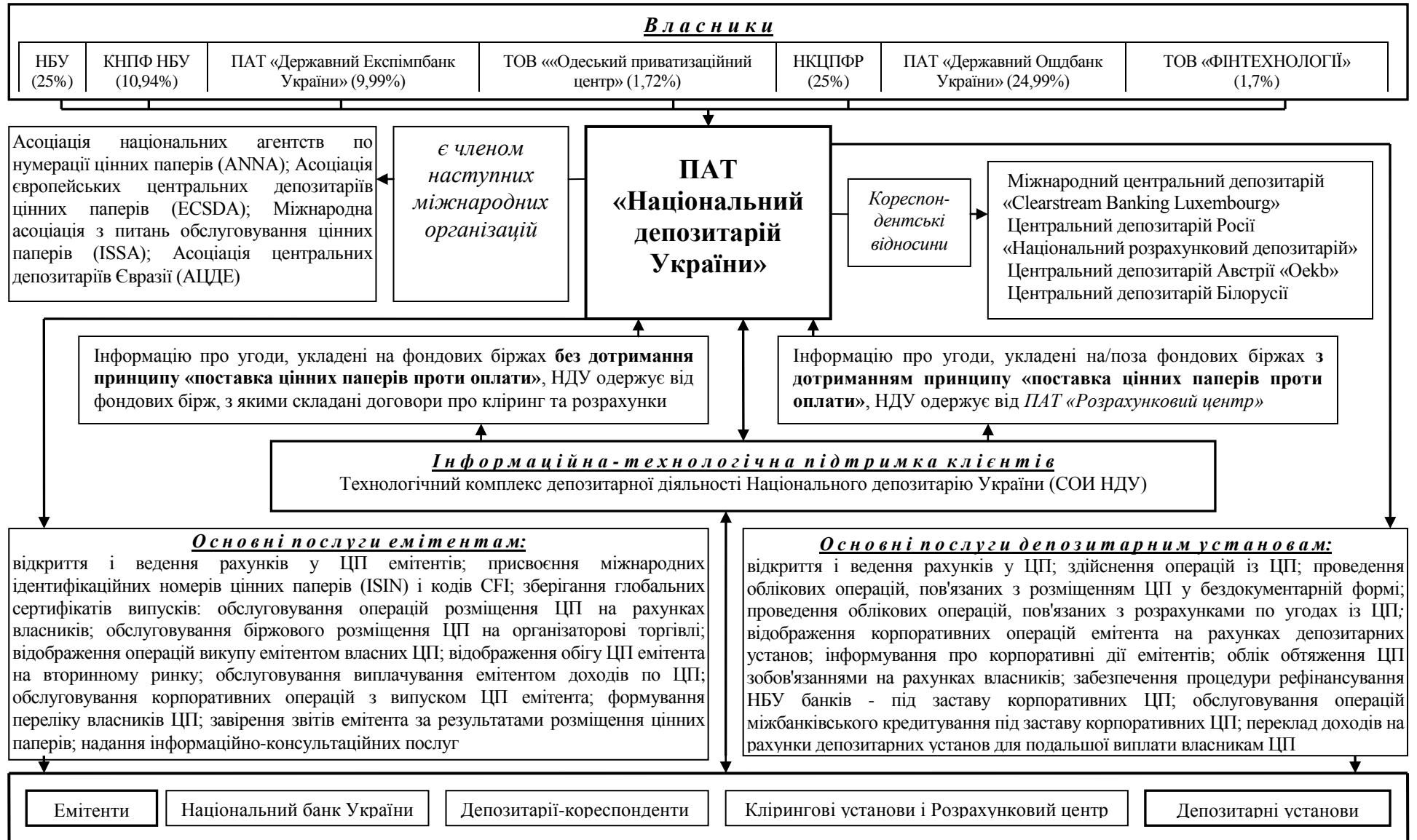


Рис. 2.2. Ієрархічна модель національної депозитарної системи України (власна розробка)

2.2. Оцінка конгруентності інституційної моделі депозитарної системи та стану фондового ринку України

Аналіз динаміки розвитку фондового ринку України після кризи 2008-2009 рр. характеризувався зростанням обсягів випуску цінних паперів у 2011 році, але потім спостерігалось скорочення цього показника, однак 2014 рік засвідчив стрімке зростання обсягу емісії цінних паперів. Так, загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів у 2014 році збільшився на 44,23 % порівняно з 2013 роком і становив 204,85 млрд грн (рис. 2.3).

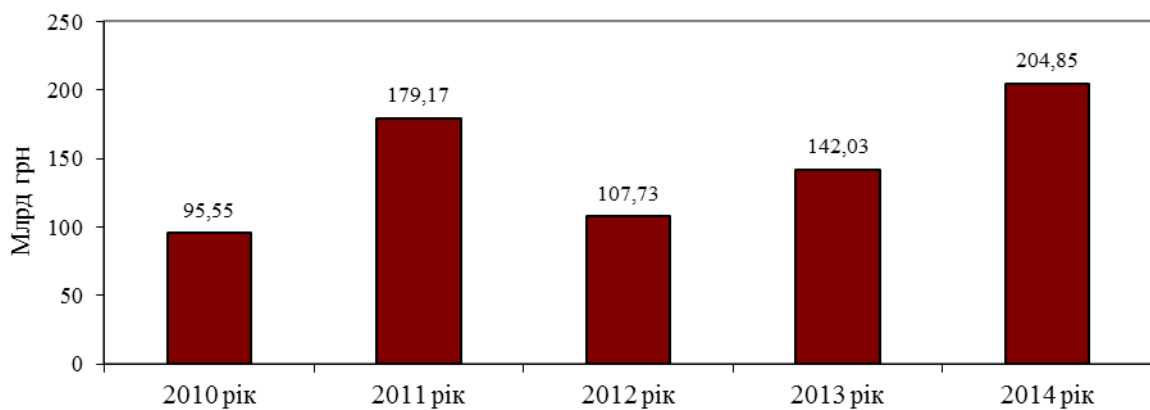


Рис. 2.3. Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів в 2010-2014 роках (наведено за даними [148; 149; 150]).

Серед фінансових інструментів одну з провідних позицій за обсягами зареєстрованих випусків займали акції. Слід зазначити, що ліквідний та надійний ринок акцій є одним із чинників, що визначає інвестиційний клімат в країні, сприяє залученню й перерозподілу інвестиційного капіталу в перспективні сфери економіки. Серед фінансових інструментів провідну позицію за обсягами торгів на біржовому ринку займали акції та облигації держави та підприємств. (рис. 2.4). У структурі торгів за підсумками 2014 р. на ринок акцій припадає 17,82 % сукупного обсягу торгів на ринку цінних паперів.

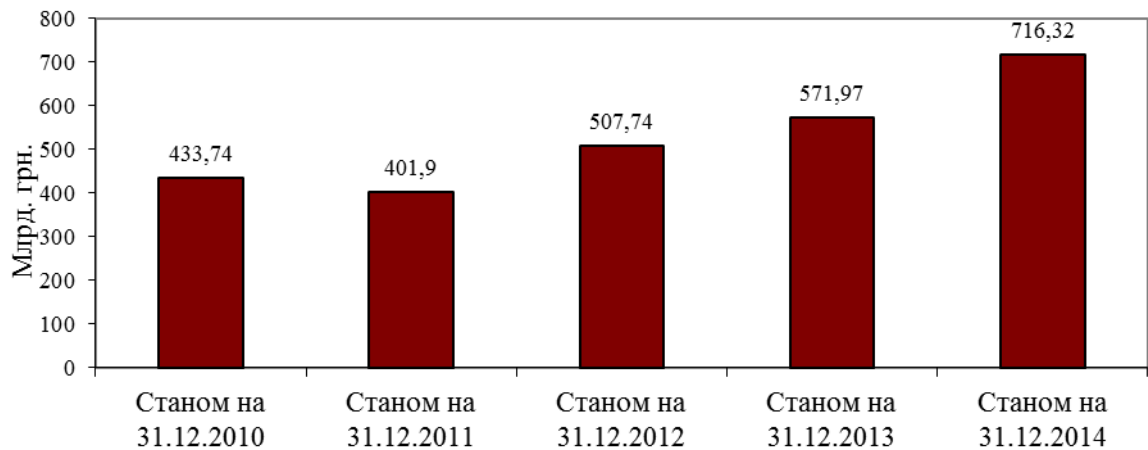


Рис. 2.4. Динаміка обсягу зареєстрованих Комісією випусків акцій в 2010-2014 рр. (наведено за даними [148; 149; 150])

Незважаючи на те, що ринок акцій досить низький, частка його обсягу торгів у 2014 р. зросла на 7,6 % порівняно з 2013 р. і на 65,2% у порівнянні з 2010 р. Водночас у 2014 р. частка обсягу торгів акціями на біржовому ринку зазнала істотного скорочення і становила лише 6,3 % від загального обсягу торгів. За підсумками 2014 р. обсяг торгів акціями на біржовому ринку зменшився майже у два рази порівняно з 2013 р. та становив 24,46 млрд грн. Зменшення обсягу торгів акціями на біржовому ринку пояснюється тим, що з 1 січня 2014 року скасовано акциз за операціями купівлі-продажу акцій на позабіржовому ринку, а отже, учасники торгів проводили позабіржові операції за цим видом цінних паперів, оскільки це не вимагало додаткових витрат.

За підсумками 2014 року ринок цінних паперів в Україні виріс на 39,06% порівняно з 2013 роком та становив 2331,94 млрд грн. І хоча спостерігається збільшення частки операцій із цінними паперами, що здійснюються на біржовому ринку, близько 73,43% усіх операцій із цінними паперами здійснювалися у позабіржовому сегменті фондового ринку (рис. 2.5). Одним із показників ефективності функціонування ринку цінних паперів є розвиток його організованого сектору. У 2014 р., як і впродовж 2010-2013 рр., тривав щорічний активний розвиток біржового сегменту фондового ринку України. Порівняно з попереднім роком обсяг біржових контрактів з цінними паперами

на організаторах торгівлі у 2014 р. зріс на 33,72 % і становить 619,7 млрд грн, що еквівалентно 39,55 % ВВП України (рис. 2.6).

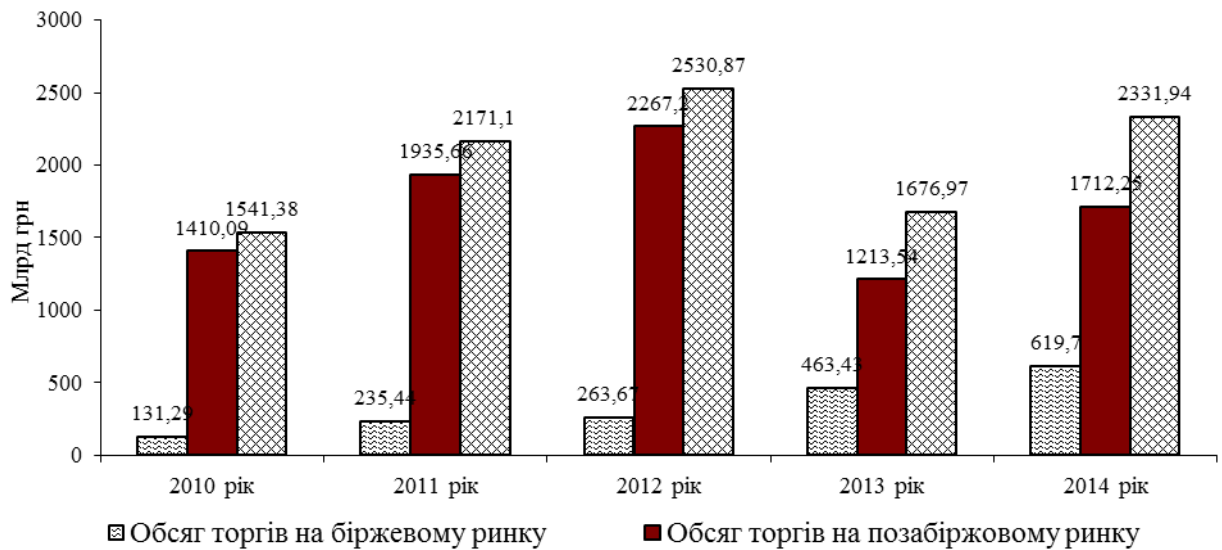


Рис. 2.5. Обсяг торгів на ринку цінних паперів України в 2010-2014 рр. (побудована на основі даних [148; 149; 150])



Рис. 2.6. Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі в 2010-2014 рр. (наведено за [148; 149; 150])

Частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів є досить низькою (2014 рік – 26,6 %), але цей показник помірно зростає. Так, порівняно з 2010 роком до 2014 року спостерігається зростання на 15,9 %.

У контексті наведеного аналізу варто розглянути особливості функціонування депозитарної системи (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Деякі кількісні показники депозитарної діяльності у 2009-2012 рр. (наведено за [151])

Показники	ВДЦП	НДУ	ВДЦП	НДУ	ВДЦП	НДУ	ВДЦП	НДУ
	31.12.2009		31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
Кількість знерухомлених ЦП, випуски яких зареєстровані у документарній формі, що обслуговуються у депозитаріях / кількість знерухомлених ЦП (млн. од.)	372597	6390	302236	24928	109803	27433	54870	10137
Кількість випусків ЦП, зареєстрованих у документарній формі існування, ЦП яких знеруховлені та обслуговуються депозитаріями (од.)	3903	22	2793	77	1611	54	1301	35
Кількість ЦП, випуски яких зареєстровані у бездокументарній формі існування, що обслуговуються у депозитаріях (од.)	1006951	13294	1763140	86203	2144669	270549	2222749	963484
Кількість випусків ЦП, зареєстрованих у бездокументарній формі існування, цінні папери яких обслуговуються депозитаріями (од.)	4576	209	6258	2136	8055	4234	8436	4962

Разом із тим, варто пам'ятати, що після 2013 р. структура депозитарної системи змінилася, що ускладнює співставлення деяких показників. Як можна побачити з наведених даних протягом 2007-2015 рр. зменшувалася кількість знерухомлених цінних паперів і зростала кількість випусків в бездокументарній формі.

В табл. 2.5 наведено дані щодо адміністративних операцій, здійснених депозитаріями ЦП в період 2007-2012 рр.

Таблиця 2.5

Адміністративні операції, які здійснені депозитаріями цінних паперів у 2007 -2011 рр. (наведено за [151])

Вид адміністративних операцій	Назва	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Відкрито рахунків зберігачів ЦП, од.	ВДЦП	225	265	303	379	410	407
	НДУ	28	59	122	259	296	326
Відкрито рахунків емітентів ЦП, од.	ВДЦП	2518	3062	3261	4 910	6 221	6366
	НДУ	28	55	118	2 217	4 108	4724

Станом на 31.12.2014 р. загальна кількість випусків цінних паперів, які обслуговував Центральний депозитарій зменшилась на 2,34 % порівняно з цим показником станом на кінець 2013 року. Водночас загальна кількість цінних паперів на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, депозитаріїв-кореспондентів та емітентів, які обслуговував Центральний депозитарій, станом на кінець 2014 року перевищила на 2,67 % показник 2013 року (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Основні показники діяльності Центрального депозитарію в 2013-2014 роках (побудована на основі даних [151])

Період	Загальна кількість випусків ЦП, які обслуговував Центральний депозитарій	Загальна кількість ЦП на рахунках в цінних паперах депозитарних установ, депозитаріїв-кореспондентів та емітента, які обслуговував Центральний депозитарій
Станом на 31.12.2013	12130	2763119933574
Станом на 31.12.2014	11846	2836885534809

Показники адміністративних операцій, які здійснені Центральним депозитарієм цінних паперів наведені в табл. 2.7.

Таблиця 2.7

Адміністративні операції, які здійснені Центральним депозитарієм цінних паперів в 2013-2014 рр. (побудована на основі даних [151])

Період	Кількість відкритих рахунків на кінець періоду, клієнтам Центрального депозитарію депозитарним установам / зберігачам цінних паперів	Кількість відкритих рахунків на кінець періоду, клієнтам Центрального депозитарію емітентам ЦП	Кількість відкритих рахунків на кінець періоду, клієнтам Центрального депозитарію депозитаріям кореспондентам
Станом на 31.12.2013	425	10618	3
Станом на 31.12.2014	432	10705	1

Варто зазначити, що кількість рахунків власників цінних паперів за даними депозитарних установ на кінець 2014 р. становила 5,50 млн. од. (рис. 2.7) і продемонструвала тенденцію до скорочення, починаючи з 2010 р.

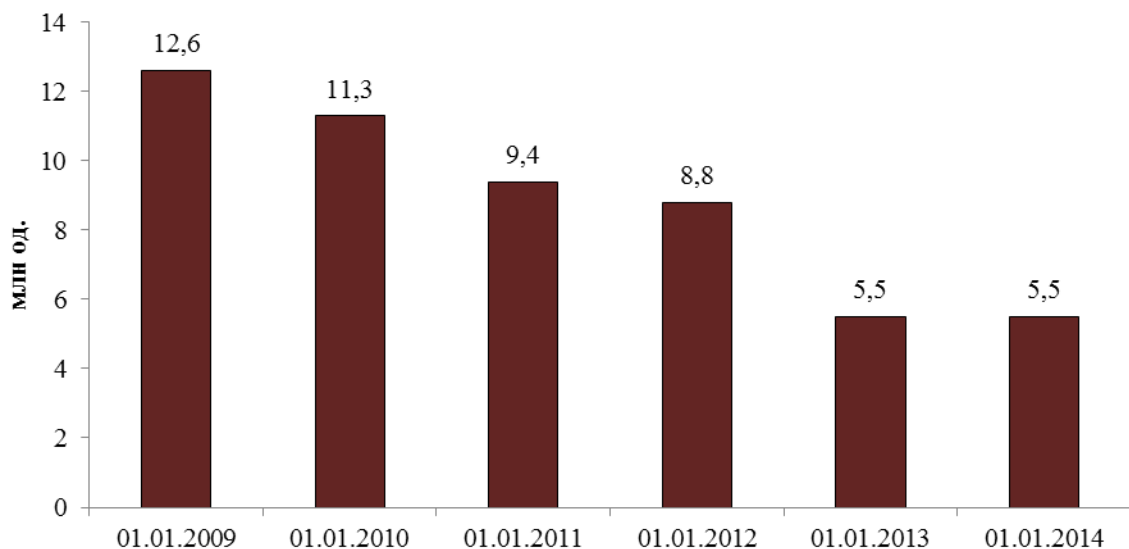


Рис. 2.7. Кількість рахунків власників цінних паперів в 2009-2014 рр. (наведено за даними [151])

Протягом останніх трьох років простежується тенденція до збільшення сумарної номінальної вартості цінних паперів, що належать власникам

цінних паперів. Загальний обсяг номінальної вартості цінних паперів, що належать власникам цінних паперів, за даними депозитарних установ, на кінець 2014 р. становив 852,71 млрд грн, що більше на 13,47 % ніж показник 2013 р. і в 1,76 разу більше за 2010 р. (рис. 2.8).

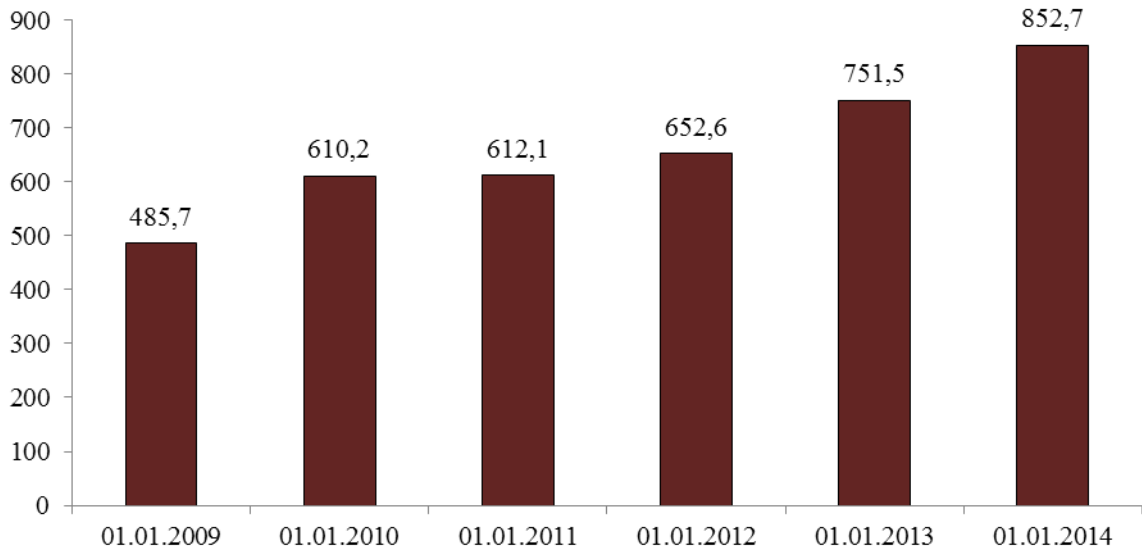


Рис. 2.8. Номінальна вартість цінних паперів, які належать власникам цінних паперів (наведено за даними [151])

Розподіл номінальної вартості цінних паперів за депонентами станом на 31.12.2014 р. наведено у табл. 2.8.

Таблиця 2.8

Загальна номінальна вартість цінних паперів з розподілом за депонентами, станом на 31.12.2014 р., млрд грн (наведено за даними [151])

Вид депонента	Номінальна вартість цінних паперів
Депоненти — фізичні особи-резиденти	58,43
Депоненти — фізичні особи-нерезиденти:	0,80
Депоненти — юридичні особи-резиденти	258,30
Депоненти — юридичні особи – нерезиденти	174,41
Депоненти — банки	8,70
Депоненти — інститути спільного інвестування	19,42
Депоненти — страхові компанії	9,61
Депоненти — пенсійні фонди	1,61
Депоненти — торговці цінними паперами	90,04
Депоненти — держава Україна	231,35
Депоненти — територіальна громада	0,04
Депоненти — нотаріус (депозит)	0,00
Усього	852,71

У 2014 р. серед розподілу цінних паперів за загальною номінальною вартістю на рахунках власників у депозитарних установах 30,3 % належало юридичним особам (рис. 2.9 - 2.10). При цьому у структурі загальної номінальної вартості цінних паперів на кінець 2014 р. значна частка зосереджена в акціях – 64,0 %.

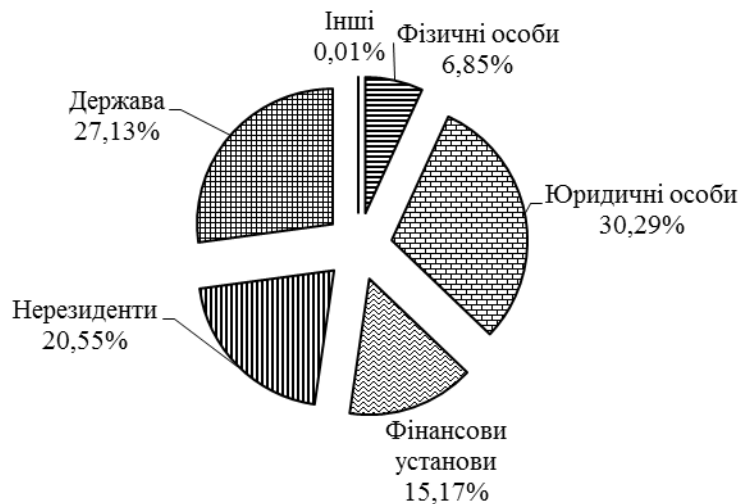


Рис. 2.9. Розподіл цінних паперів за загальною номінальною вартістю на рахунках власників у депозитарних установах станом на 31.12.2014 р.

(наведено за [150])

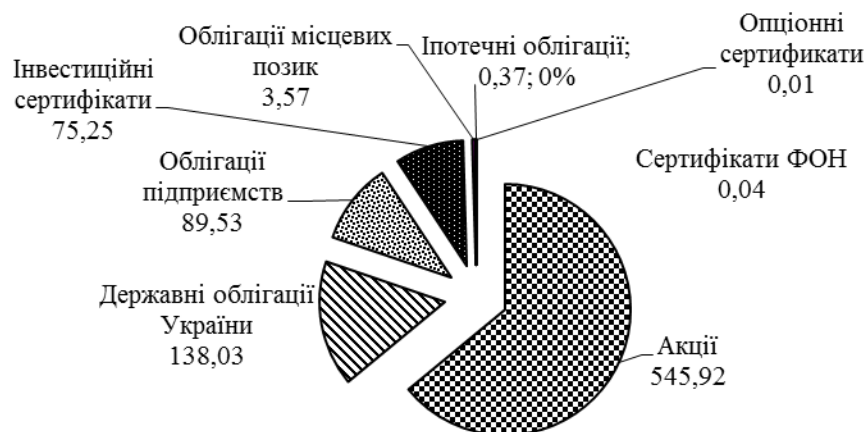


Рис. 2.10. Структура загальної номінальної вартості іменних цінних паперів, з розподілом за фінансовими інструментами, станом на 31.12.2014 р.,

млрд грн. (наведено за [150])

У табл. 2.9 наведено дані щодо показників діяльності Національного депозитарію України.

Таблиця 2.9

Показники діяльності Національного депозитарію України
(побудовано автором за даними [151])

Показники	2014			2015				Темп росту, %
	02.01	01.07	Середнє значення	05.01	06.07	31.12	Середнє значення	
Кількість рахунків емітентів, од.	10619	10655	10660	10705	10593	10610	10660	100
Кількість рахунків депозитарних установ, од.	403	401	411	432	431	433	432	105,1
Обсяг депозитарних активів, млрд грн	955,2	971,79	947,50	1107,25	1121,37	1199,49	1120,22	118,2
в т.ч. цінних паперів в дематеріалізованій формі, %	11,94	10,40	13,41	24,25	25,97	28,16	25,27	188,4
Кількість випусків, що знаходяться в обслуговуванні НДУ	12735	12927	12785	12762	12 632	12 477	12 649	98,9
Обсяги операцій у грошовій формі, млрд грн:								
первинне розміщення за номінальною вартістю	0,32	0,11	0,59	0,01	6,5	6,1	1,68	283,8
дематеріалізація	0,14	0,35	0,16	0,00	0	0,339	0,08	47,1
переведення між рахунками депозитарних установ	0,46	1,80	1,73	0,32	0,744	4,4	2,51	144,9
Виплати доходів та сум погашення, млрд грн	0,36	0,87	2,84	0,03	0,03	0,23	0,09	3,1

Джерело: побудовано автором за даними Національного депозитарію України

Їх аналіз дозволив виявити наступні явища у розвитку національної депозитарної системи: кількість депозитаріїв збільшилася на 5,1%, одночасно з обсягами депозитарних активів (+18,2%); збільшується тенденція розміщення цінних паперів в дематеріалізованій формі (+88,4); протягом останніх двох років попри відомі військово-політичні події збільшується обсяг первинного розміщення цінних паперів, активізується торгівля цінними паперами та фінансовими інструментами, однак середні показники операцій з дематеріалізації цінних паперів в грошовому виразі зменшилися майже на 50%, а обсяг операцій депозитарної системи з виплати доходів та сум погашення скоротився в середньому в 20 разів.

У рамках оцінки конгруентності депозитарної системи України доцільно визначити вплив її кількісних параметрів на стан фондового ринку (табл. 2.10). В якості результуючого показника можна обрати будь-який біржовий індекс – в даному випадку розрахунки проводяться для українського фондового індексу за даними торгів Української біржі. В основу аналізу покладено множинний кореляційно-регресійний метод аналізу, який дозволяє дослідити особливості та закономірності взаємозв'язку фінансових факторних та результативної ознаки. Для того щоб економічні показники вірно виконували власні функції, вони повинні бути розраховані за двома критеріями науковості, а саме: теоретична обґрунтованість показника; практична база, на якій розраховано показник. Науковість показників другого критерію полягає в утворенні показників на базі наукової інформації зокрема, даних Національного депозитарію України. Методи прогнозування, які використовують апарат математичної статистики, вимагають від вихідних даних, щоб вони були порівнянні, досить показні для прояву закономірності, однорідні і стійкі.

Порівнянність досягається завдяки однаковому підходу до спостережень на різних етапах формування тимчасового ряду. Рівні динамічних рядів фінансових показників повинні виражатися в одних і тих же одиницях виміру, мати однаковий крок спостережень.

Таблиця 2.10

Вихідні фінансові фактори, які використовуються для побудови фінансово-функціональної моделі взаємодії показників депозитарної системи на показник активності фондового ринку України

Найменування незалежної фінансової змінної/результуючого показника	Умове позначення	Зв'язок відповідного змінного (x) і результуючого (y) показників
Кількість емітентів (одиниць);	x_1	Визначає кількість потенційних учасників фондового ринку
Об'єм цінних паперів дематеріалізованих випусків (млрд. грн);	x_2	Дематеріалізація є переведення ЦП у бездокументарний формат, що дає можливість більшого контролю і прискорення оформлення біржових угод
Загальна номінальна вартість знерухомлених цінних паперів (млрд. грн);	x_3	Визначає кількість цінних паперів, переданих на зберігання Центральному депозитарію, і які одержали можливість брати участь у фондових операціях
Загальна сума операцій з переводу між рахунками депозитарних установ на загальну номінальну вартість (млрд. грн);	x_4	Визначає загальні обсяги депозитарних операцій, які в більшості випадків пов'язані з операціями, які пов'язані зі зміною прав власності на відповідні цінні папери і корелюються з обсягами угод на фондовому ринку
Загальна кількість операції щодо складання реєстрів власників іменних цінних паперів / переліків акціонерів за запитами (одиниць);	x_5	Визначає активність емітентів і інвесторів по визначенню прав власності, що формує базові передумови для здійснення операцій із цінними паперами на фондовому ринку
Загальна кількість наданих інформаційних довідок, що складаються на основі реєстрів власників іменних цінних паперів за запитами емітентів (одиниць);	x_6	Визначає активність емітентів по контролю облікової інформації із прав власності, що формує базові передумови для здійснення операцій із цінними паперами на фондовому ринку
Загальна кількість адміністративних операцій по рахунках клієнтів внаслідок внесення змін до реквізитів юридичних осіб (одиниць);	x_7	Визначає активність клієнтів по контролю облікової інформації з вірогідності інформації про учасників ринку цінних паперів, що підвищує надійність операцій з контрагентами по фондових операціях
Загальна номінальна вартість цінних паперів первинного розміщення (млрд. грн);	x_8	Визначає базову (первісну) вартість фінансових інструментів, які виступають предметом поточних фондових операцій
Курс долара США НБУ (грн.);	x_9	Визначає можливість (потенціал) іноземних інвесторів здійснювати операції з активами українських підприємств за рахунок власного капіталу
Індекс UX	y	Український фондовий індекс за даними торгів Української біржі, який є індикатором стану ринку цінних паперів

Вони мають розраховуватися для одного і того ж інтервалу часу, по одній і тій же методиці, охоплювати одні і ті ж елементи, що належать одній території, що відноситься до незмінної сукупності. Показність вихідних даних характеризується їх повнотою. Мета дослідження виступає головним показником достатнього числа фінансових спостережень, оскільки при побудові моделі прогнозування – число рівнів вихідного динамічного ряду повинне не менше, ніж в три рази, перевищувати період упередження.

Однією з найголовніших умов побудови якісної багатофакторної регресійної моделі є відсутність серед незалежних змінних лінійно пов'язаних. У роботі Льюїс-Бек М. [152] автором наведено порогове значення рівня коефіцієнту парної кореляції незалежних змінних 0,7; але не існує точного граничного значення рівня кореляції змінних, при якому виникає проблема мультиколінеарності.

Загальна кількість спостережень за тижневими даними 2014-2015 рр. (табл. Б.1) становить 103 (табл. Б.2). На рис. 2.11 наведено статистичні показники аналізованих часових рядів.

Переменная	Описательные статистики (Таблица данных1)																
	N набл.	Среднее	Геометр. Среднее	Гармонич. Среднее	Медиана	Мода	Частота моды	Сумма	Минимум	Максимум	Дисперс.	Стд. откл.	Станд. Ошибка	Асимметрия	Стд. ош. Асимметрия	Эксцесс	Стд. ош. Эксцесс
Var1	103	10654,33	10654,26	10654,18	10655,00	10702,00	6	1097396	10588,00	10705,00	1585,3	39,8158	3,92317	-0,149920	0,237938	-1,47388	0,471627
Var2	103	217,53	201,44	184,37	268,45	Множест.	5	22406	100,92	337,79	6024,8	77,6198	7,64811	-0,407728	0,237938	-1,64898	0,471627
Var3	103	10,57	10,55	10,54	10,68	Множест.	6	1088	9,34	11,74	0,3	0,5373	0,05294	-0,469793	0,237938	0,56974	0,471627
Var4	103	2,06	1,86	1,66	1,86	1,800000	4	212	0,46	4,40	0,8	0,8880	0,08750	0,596168	0,237938	-0,18899	0,471627
Var5	103	456,72	351,94	290,54	270,00	Множест.	3	47042	127,00	1682,00	138527,1	372,1923	36,67319	1,464994	0,237938	1,05798	0,471627
Var6	103	3,96	3,58	3,20	4,00	3,000000	27	408	1,00	9,00	3,1	1,7485	0,17229	0,733784	0,237938	0,07137	0,471627
Var7	103	115,17	100,56	89,08	93,00	80,00000	4	11862	21,00	367,00	4751,6	68,9319	6,79206	1,853724	0,237938	2,97941	0,471627
Var8	103	1,08	0,57	0,24	0,61	1,000000	4	111	0,01	6,10	1,4	1,2025	0,11848	1,862055	0,237938	3,60840	0,471627
Var9	103	16,93	16,02	15,09	15,77	7,993000	4	1744	7,99	27,86	29,5	5,4299	0,53502	0,024472	0,237938	-1,40884	0,471627
Var10	103	1019,74	1008,39	996,07	1024,62	Множест.	1	105033	665,84	1318,36	21610,8	147,0062	14,48495	-0,510748	0,237938	0,22887	0,471627

Рис. 2.11. Статистичні показники аналізованих часових рядів за щоденними даними 2014-2015 рр. (власні розрахунки)

Найбільш мінливими є такі показники: Var5 (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 Var10 (Індекс UX), який коливався від 665,84 до 1318,36. Високе стандартне відхилення (77,62%) має змінна Var2 (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 Var7 (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%.

Кореляційна матриця R моделі оцінки конгруентності показників депозитарної системи на показник активності фондового ринку України має наступний вигляд, який представлено в табл. 2.11.

Таблиця 2.11

Кореляційна матриця моделі оцінки конгруентності депозитарної системи та фондового ринку України
(власні розрахунки)

Показники	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	x9	Y
x1	1,0000	0,0135	0,3674	-0,1324	0,2505	0,1270	-0,1857	-0,0222	-0,0385	0,4941
x2	0,0135	1,0000	0,2921	0,2450	-0,1686	-0,5608	-0,4708	0,3524	0,8919	-0,5430
x3	0,3674	0,2921	1,0000	0,0755	-0,2972	-0,2404	-0,5350	0,0646	0,2023	0,1786
x4	-0,1324	0,2450	0,0755	1,0000	-0,0952	-0,0796	-0,1242	0,2086	0,3615	-0,2022
x5	0,2505	-0,1686	-0,2972	-0,0952	1,0000	0,4248	0,5442	0,1004	-0,0405	0,1755
x6	0,1270	-0,5608	-0,2404	-0,0796	0,4248	1,0000	0,6053	-0,0739	-0,4838	0,2190
x7	-0,1857	-0,4708	-0,5350	-0,1242	0,5442	0,6053	1,0000	-0,0196	-0,3708	-0,0047
x8	-0,0222	0,3524	0,0646	0,2086	0,1004	-0,0739	-0,0196	1,0000	0,5246	-0,3112
x9	-0,0385	0,8919	0,2023	0,3615	-0,0405	-0,4838	-0,3708	0,5246	1,0000	-0,4522

Найбільш тісний вплив на узагальнюючий показник Y мають фактори $X_1, X_2, X_4, X_6, X_8, X_9$ (рис. Б.1).

Обернена кореляційна матриця C фінансово-функціональної моделі визначення конгруентності показників депозитарної системи та активності на фондовому ринку України (табл. 2.12).

На основі діагональних елементів оберненої матриці C визначається F -критерій для кожного незалежного фактору:

$$F_k = (c_{kk} - 1) \cdot \frac{n-m}{m-1}, \quad (2.1)$$

де c_{kk} — діагональні елементи матриці C .

Обернена кореляційна матриця моделі впливу показників депозитарної системи на показник активності фондового ринку України
(власні розрахунки)

Показники	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	x9
x1	1,6382	-0,3045	-0,5654	0,1527	-0,8329	-0,3626	0,7221	-0,0248	0,4654
x2	-0,3045	6,4919	-0,3383	0,5152	0,5536	0,5097	0,0506	0,7690	-6,0354
x3	-0,5654	-0,3383	1,6596	-0,0710	0,3267	-0,1306	0,5889	-0,1231	0,2030
x4	0,1527	0,5152	-0,0710	1,2573	0,1638	-0,2478	0,0764	0,0611	-1,0107
x5	-0,8329	0,5536	0,3267	0,1638	2,0587	-0,2526	-1,0853	0,0795	-1,1340
x6	-0,3626	0,5097	-0,1306	-0,2478	-0,2526	2,1469	-0,9355	-0,1856	0,4265
x7	0,7221	0,0506	0,5889	0,0764	-1,0853	-0,9355	2,8216	-0,2248	0,5034
x8	-0,0248	0,7690	-0,1231	0,0611	0,0795	-0,1856	-0,2248	1,5805	-1,6830
x9	0,4654	-6,0354	0,2030	-1,0107	-1,1340	0,4265	0,5034	-1,6830	7,9553

Визначення наявності мультиколінеарності відповідної k -ої незалежної змінної з іншими ($F_k \text{ факт} > F_{\text{табл}}$) відбувається завдяки порівнянню розрахункових значень критеріїв F_k з табличними при $n - m$ і $m - 1$ ступенях свободи і рівні значущості. Для аналізованої моделі результати розрахунків представлені в дод. Г. Критичне (табличне) значення критерію F дорівнює - 2,038445 при рівні значущості $\alpha = 0,05$ і ступенях свободи $\gamma_1 = 8$ і $\gamma_2 = 94$. Отримані результати доводять, що усі незалежні змінні мультиколінеарні з іншими, оскільки $F_k \text{ факт} > F_{\text{табл}}$.

Далі для визначення попарної мультиколінеарності розраховуються часткові коефіцієнти кореляції (табл. 2.13).

Таблиця 2.13

Матриця значень часткових коефіцієнтів кореляції незалежних змінних моделі (власні розрахунки)

	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	x9	Y
x1	1,0000	0,0934	0,3429	-0,1064	0,4535	0,1933	-0,3359	0,0154	-0,1289	0,4941
x2	0,0934	1,0000	0,1031	-0,1803	-0,1514	-0,1365	-0,0118	-0,2401	0,8398	-0,5430
x3	0,3429	0,1031	1,0000	0,0492	-0,1767	0,0692	-0,2721	0,0760	-0,0559	0,1786
x4	-0,1064	-0,1803	0,0492	1,0000	-0,1018	0,1508	-0,0406	-0,0433	0,3196	-0,2022
x5	0,4535	-0,1514	-0,1767	-0,1018	1,0000	0,1201	0,4503	-0,0441	0,2802	0,1755
x6	0,1933	-0,1365	0,0692	0,1508	0,1201	1,0000	0,3801	0,1008	-0,1032	0,2190
x7	-0,3359	-0,0118	-0,2721	-0,0406	0,4503	0,3801	1,0000	0,1064	-0,1063	-0,0047
x8	0,0154	-0,2401	0,0760	-0,0433	-0,0441	0,1008	0,1064	1,0000	0,4747	-0,3112
x9	-0,1289	0,8398	-0,0559	0,3196	0,2802	-0,1032	-0,1063	0,4747	1,0000	-0,4522

Виконано розрахунок часткових коефіцієнтів кореляції, які характеризують тісноту зв'язку між двома незалежними змінними за умови, за умови що третя не впливає на даний зв'язок. Отримані часткові коефіцієнти кореляції значно менші за критичне значення, тобто неможливо зробити висновок щодо наявності чи відсутності мультиколінеарності на основі парних коефіцієнтів. Заключним етапом виступає розрахунок t -критеріїв за допомогою формули:

$$t_{kj} = \frac{r_{kj} \sqrt{n-m}}{\sqrt{1-r_{kj}^2}}. \quad (2.2)$$

Отримані результати представимо у вигляді матриці значень t критеріїв (табл. 2.14).

Таблиця 2.14

Матриця значень t -критеріїв моделі (власні розрахунки)

Показ-ники	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	x9
x1	1,0000	0,9092	3,5393	-1,0372	4,9338	1,9104	-3,4573	0,1496	-1,2604
x2	0,9092	1,0000	1,0047	-1,7774	-1,4852	-1,3363	-0,1146	-2,3978	14,9997
x3	3,5393	1,0047	1,0000	0,4772	-1,7409	0,6724	-2,7418	0,7393	-0,5424
x4	-1,0372	-1,7774	0,4772	1,0000	-0,9924	1,4794	-0,3936	-0,4206	3,2699
x5	4,9338	-1,4852	-1,7409	-0,9924	1,0000	1,1733	4,8899	-0,4275	2,8301
x6	1,9104	-1,3363	0,6724	1,4794	1,1733	1,0000	3,9842	0,9821	-1,0059
x7	-3,4573	-0,1146	-2,7418	-0,3936	4,8899	3,9842	1,0000	1,0379	-1,0360
x8	0,1496	-2,3978	0,7393	-0,4206	-0,4275	0,9821	1,0379	1,0000	5,2284
x9	-1,2604	14,9997	-0,5424	3,2699	2,8301	-1,0059	-1,0360	5,2284	1,0000

Порівнюючи фактичні значення t -критеріїв з табличним відзначимо наступне: при $n - m = 103 - 9 = 94$ ступенях свободи і рівні значущості $\alpha = 0,05$ з табличним, яке дорівнює 1,985523, можна відзначити, що деякі отримані числові значення t -критеріїв пари змінних менші за їх табличне значення, тобто ці пари незалежних змінних не є мультиколінеарними, але інші показники $t_{13}, t_{15}, t_{17}, t_{28}, t_{29}, t_{31}, t_{37}, t_{49}, t_{51}, t_{57}, t_{59}, t_{67}, t_{71}, t_{73}, t_{75}, t_{76}, t_{82}, t_{69}, t_{92}, t_{94}, t_{95}, t_{98}$ перевищують критичне значення t -критерію, а це свідчить про наявність явища мультиколінеарності між ними.

Спираючи на отримані результати, можна зробити висновок щодо

можливого включення наступних незалежних регресорів для подальшого процесу побудови багатофакторної регресії:

1 варіант: x_1 – кількість емітентів (одиниць); 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 (одиниць).

2 варіант: x_1 – кількість емітентів (одиниць); x_9 – курс долара США НБУ (грн.).

За результатами розрахунків отримано такі моделі (рис. Б.2-Б.3):

$$1) Y = 1,973 * X_1 - 1,287 * X_2 - 19,468 * X_6 - 19648,577, \quad (2.3)$$

$$R=0,763, R^2=0,582$$

$$2) Y = 1,8 * X_1 - 11,7 * X_9 - 17560,7, R=0,657, R^2=0,432 \quad (2.4)$$

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 інтерпретації формул (2.3)-(2.4) 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 (рис. Б.3-Б.9), які мають коефіцієнт множинної детермінації більше 0,7 (табл. 2.15). Схожу економічну інтерпретацію має динаміка кількості емітентів і Індексу UA, 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.

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	$51,255x^{0,3733}$	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	$9,2023e^{0,0107x}$	0,8645	

Виявлені тенденції впливу показників депозитарної системи на фондовий індекс UA дозволяє зробити висновок про наявність здорової конгруентності. Однак про певну деформацію інститутів 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.

На сьогоднішній момент аналіз фондового ринку та експертно-наукових думок (Лиса О. [153], Ліпич М. [154], Савицький С. [155; 156], Гапонюк М. [157, 158], Галенко Н. [159], Кравченко Ю. [160], Федоренко А.

[161; 162]) щодо його функціонування дозволяє виділити наступні економічні та інституційні особливості фондової торгівлі, які виступають одним із провідних чинників розвитку депозитарної системи та її інституційної моделі. З точки зору організації торгівлі ринок залишається фрагментованим, хоча і відбувається певна концентрація торгів в рамках торговельних систем. У структурі інструментів, які знаходяться в обігу на фондовому ринку, домінують боргові цінні папери, зокрема, державні облігації. Фондовий ринок України характеризується низькими обсягами первинного розміщення, активність вторинного ринку є значно більшою у порівнянні з первинним, оскільки корпоратизація та процедури IPO не отримали поширення, банківська система не дає достатнього обсягу ресурсів для здійснення андеррайтингу, а в емісії переважає випуск акцій, передусім банківських установ. Також конгруентність депозитарної системи і фондового ринку викривлюють такі чинники: торгівля на ринку відбувається в основному з цінними паперами великого бізнесу (фінансово-промислових груп); відбувається активізація ІСІ пайового типу; при цьому активність корпоративних фондів є незначною; ринок характеризується значним рівнем інформаційної непрозорості, а значить знижується надійність ціноутворення на ньому і інформаційна цінність біржових індексів; відзначається посилення залежності ціноутворення на вітчизняні фінансові активи від спекулятивної діяльності іноземних інвесторів, причому сегмент американських та глобальних депозитарних розписок на українські акції порівняний з розміром внутрішнього ринку акцій; відбувається швидке поширення використання на нерозвиненому ринку фінансових інновацій із зарубіжного досвіду, які підвищують ризики [163, с. 227]. Фондовий ринок відчуває брак фінансових ресурсів, оскільки банківські установи розглядають його лише як інструмент регулювання власної ліквідності (вкладаючись в основному в ОВДП), а не реалізації інвестиційної стратегії; існує велика частка тіньових або позабіржових операцій. Відсутність довгострокових інвесторів пояснюють макроекономічною нестабільністю, високими ризиками та низькою

ліквідністю ринку, недостатнім обсягом організованих заощаджень, відсутністю захисту дрібних акціонерів, недосконалістю судової системи, недостатнім рівнем фінансової грамотності населення, відсутністю довіри до фінансових інституцій.

2.3. Узагальнення практики постдокументарного обігу цінних паперів та його депозитарного обслуговування

Сучасна система депозитарного обліку цінних паперів в Україні проходить становлення як постдокументарна. Високий рівень централізації дозволяє виконувати покладені на неї функції шляхом матеріалізації системної облікової інформації про бездокументарні (дематеріалізовані) цінні папери, які є абстрактним сигналом про наявність у його власника певних майнових та інших прав. Система постдокументарного депозитарного обліку цінних паперів – це сукупність інформації, записів про емісійні цінні папери із зазначенням типу, номінальної вартості, кількості, емітентів, власників цінних паперів. Набуття, обмеження і припинення прав на цінні папери і прав за цінними паперами здійснюються шляхом фіксації відповідного факту в системі депозитарного обліку.

Основними характеристиками моделі функціонування Національної депозитарної системи України постдокументарного етапу розвитку ринку цінних паперів є: розмежування інститутів депозитарного обліку для обслуговування емітентів та власників цінних паперів; диференціація витрат на облік та зберігання цінних паперів залежно від активності торговельних операцій їх власників; зменшення витрат емітентів при переході до випусків цінних паперів виключно в бездокументарній формі існування [164, с. 78].

Постдокументарна система обігу цінних паперів виходить за межі внутрішнього фондового ринку. Центральний депозитарій або Національний

банк України мають право встановлювати кореспондентські відносини з іншими депозитаріями. Депозитарій-кореспондент – депозитарій іноземної держави або міжнародна депозитарно-клірингова установа, що є клієнтом Центрального депозитарію на підставі встановлених кореспондентських відносин щодо цінних паперів. За участю іноземних депозитаріїв-кореспондентів (із застосуванням мережі S.W.I.F.T.) Центральный депозитарій забезпечує надійний облік прав на цінні папери українських емітентів за кордоном та можливість розміщення цінних паперів у бездокументарній формі за межами України. У 2013 році Центральный депозитарій України відкрив рахунок в Центральному депозитарії Російської Федерації - Небанківській кредитній організації «Закрите акціонерне товариство «Національний розрахунковий депозитарій» (НКО ЗАО НРД), який входить в Групу «Московська Біржа». Завдяки співпраці Центрального депозитарію з НКО ЗАО НРД українські учасники ринку цінних паперів мають доступ до цінних паперів емітентів Російської Федерації.

Зазначимо, що трансформація вітчизняної депозитарної системи забезпечила функціонування на кінець 2014 року 306 депозитарних установ, які здійснюють зберігання та облік емісійних цінних паперів, розрахунки по операціях з ними, а також облік прав власності на цінні папери (табл. 2.16).

Таблиця 2.16

Кількість професійних учасників, які малі ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності та клірингової діяльності (побудована на основі даних [151])

Вид професійної діяльності	Станом на 31.12.2013	Станом на 31.12.2014
депозитарна діяльність депозитарної встанови	316	306
діяльність із зберігання активів спільного інвестування	93	83
діяльність із зберігання активів пенсійних фондів	29	28
клірингова діяльність	1	1

Депозитарний облік цінних паперів (облік цінних паперів, прав на цінні папери та їх обмежень на рахунках у цінних паперах) ведеться у кількісному виразі. При цьому облік прав на цінні папери конкретного власника ведеться виключно депозитарними установами, Національним банком України і депозитаріями-кореспондентами чи їх клієнтами, а облік цінних паперів і прав за цінними паперами - виключно Центральним депозитарієм або Національним банком України. Рахунок у цінних паперах депонента відкривається депозитарною установою на підставі договору про обслуговування рахунка в цінних паперах власнику цінних паперів, співвласникам цінних паперів або нотаріусу, на депозит яких внесено цінні папери. Депозитарна установа в процесі відкриття рахунка в цінних паперах депонента присвоює їх власникові відповідний код. Центральний депозитарій відкриває рахунок у цінних паперах депозитарній установі, на якому зберігаються та обліковуються цінні папери, права на які та права за якими належать її депонентам та кредиторам. На сайті ПАТ «Національного депозитарію України» наведено перелік кодів міждепозитарного обліку, які призначені депозитаріям та іноземним депозитарним установам для формування депозитарного коду рахунку у цінних паперах.

Розрахунки за правочинами, укладеними на фондових біржах та поза ними, здійснюваними за принципом «поставка цінних паперів проти оплати», виплати емітентам доходів, що нараховані і підлягають виплаті власникам цінних паперів, зокрема дивідендів проваджує Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. У ньому концентруються функції розрахунку щодо цінних паперів та операцій із ними: оплата цінних паперів, що відчужуються на фондовому ринку та поза ним за принципом «поставка цінних паперів проти оплати» [165, с. 84].

Розрахунковий центр діє в якості центрального контрагента, який гарантуватиме сторонам виконання обов'язків за відповідним договором, наприклад, продажу-купівлі цінних паперів. Розрахунковий центр має статус банківської установи, підлягає нагляду зі сторони НБУ і є учасником системи

електронних платежів. Виникнення Розрахункового центру стало результатом репрофілювання небанківської фінансової установи в банк на вітчизняному фінансовому ринку. В результаті він отримав подвійну сутність і функціонує як банк (з певними обмеженнями щодо банківських операцій) та як клірингова установа, що взаємодіє з Центральним депозитарієм та депозитарієм Національного банку, який опікується державними цінними паперами. Розрахунковий центр відкриває поточні та клірингові рахунки учасників ринку, кількість яких постійно збільшується. При цьому запроваджуються достатньо жорсткі вимоги щодо розкриття інформації.

Особливості здійснення депозитарної діяльності з державними цінними паперами встановлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку спільно з Національним банком України.

За допомогою оновленої пост-трейдингової інфраструктури учасники ринку набули можливості здійснювати розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати» (*DVP*), причому розрахунки щодо цінних паперів в ПАТ «НДУ» та грошові розрахунки у ПАТ «Розрахунковий центр» проводяться автоматично.

Протягом 2013-2015 рр. Центральним депозитарієм велась постійна робота щодо оновлення та вдосконалення прикладного програмного забезпечення та організації системи електронного документообігу (СЕД). В результаті станом на 31.12.2015 р. загальна кількість емітентів, підключених до СЕД, склала 562. Все активніше використовують емітенти можливість отримувати засобами СЕД реєстри власників іменних цінних паперів через депозитарну устанovu, з якою емітентом укладено договір про надання реєстру власників іменних цінних паперів. На кінець 2015 р. до СЕД з такою метою підключено 73 депозитарні установи, які як особи уповноважені на отримання реєстрів, мають можливість обслуговувати 963 емітентів.

Крім основних операцій, які здійснюються інститутами депозитарної системи України за своїм призначенням, окремі інновації законодавства привели до надання їм функцій податкового агента.

Згідно з Податковим кодексом України [166] торговці цінними паперами зобов'язані бути податковими агентами в усіх випадках, коли фізична особа користується їх послугами з 1 січня 2012 р., незалежно від того, чи існує окремих договір депозитарної установи з суб'єктом уплати податку на такі дії, чи ні. За цих умов, як зазначає Федоренко А. податковий агент-торговець по суті перетворюється у міні-бухгалтерію для кожного платника податку. Виконання функцій податкового агента призводить до значного збільшення облікових, розрахункових та контрольних операцій, пов'язаних з підтвердженням понесених платником податку витрат, визначенням інвестиційного прибутку, обчисленням бази оподаткування, нарахуванням, утриманням та сплатою податку, інформаційного забезпечення платника податку, архівуванням первинних, розрахункових та звітних документів [167, с. 263]. При цьому подальші зміни до податкового законодавства [168] визначили необхідність виконання аналогічних функцій за акцизним податком за рахунок оподаткування операцій з цінними паперами на позабіржовому ринку: 0 % від суми операції з продажу на фондовій біржі цінних паперів, за якими розраховується біржовий курс, відповідно до вимог, встановлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, за погодженням з центральним органом виконавчої влади, що забезпечує формування та реалізує державну, податкову і митну політику; 0 % від суми операції з деривативами на фондовій біржі; 0,1 % від суми операції з продажу поза фондовою біржею цінних паперів, що перебувають у біржовому реєстрі; 1,5 відсотка від суми операції з продажу цінних паперів поза фондовою біржею, що не перебувають у біржовому реєстрі; 5 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян за укладений дериватив (контракт) поза фондовою біржею.

На думку Щербини А. вказані нововведення хоча і націлені на зниження частки позабіржового ринку в Україні, оскільки проводити операції з цінними паперами не на організованому фондовому ринку для торговця цінними паперами стане значно дорожче, однак збільшення частки мало ліквідних

цінних паперів у біржових списках організаторів торгів не є вирішенням проблеми [167]. Недоцільність реалізації такого оподаткування привело до виключення відповідної норми з Податкового кодексу України в 2014 р. [169].

Дані щодо проведення розрахунків за операціями на первинному ринку представлено в табл. 2.17.

Таблиця 2.17

Розрахунки при біржовому розміщенні цінних паперів, млн. грн.

(побудовано автором на основі [170, 171, 172, 173, 174])

Біржа	2011	2012	2013	2014	2015
ПАТ «ФБ ПФТС»	182,1	3622,2	2773,0	14753,4	2052,6
ПАТ «Українська біржа»	27,1	65,6	1144,8	188,6	602,8
ПАТ «КМФБ»	0,0	185,4	2130,3	2497,7	1335,8
ПАТ «ФБ «Перспектива»	431,4	6451,4	3893,0	1167,3	2062,5
ПрАТ «УФБ»	0,0	63,0	734,2	225,5	264,2
ПрАТ «УМФБ»	15,0	0,0	320,0	6,6	0,0
ПрАТ «ФБ «ІННЕКС»	0,0	0,0	56,4	0,0	0,0
ПАТ «СЄФБ»	0,0	0,0	268,5	1101,5	1400,0
Всього	655,6	10387,6	11320,2	19940,6	7718,0

З наведених даних видно, що обсяги розрахунків на первинному ринку мали позитивну динаміку в 2011-2014 рр., однак в 2015 р. через скорочення активності учасників ринку в даному секторі знизилися більше, ніж в 2 рази.

Дані щодо проведення розрахункової діяльності на вторинному ринку представлені в табл. 2.18. Варто звернути увагу, що зі стартом реформованої депозитарної системи суттєвим чином змінилась концепція розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, вчинених на фондовій біржі.

Перехід до постдокументарної системи обігу цінних паперів, попри переваги, несе в собі певні загрози, пов'язані зі зростанням трансакційних витрат і ризиків опортуністичної поведінки.

Таблиця 2.18

Розрахунки за правочинами щодо цінних паперів, вчиненими на вторинному ринку

(побудовано автором на основі [170, 171, 172, 173, 174])

Біржа	2011 всього	2012 всього	2013 всього	2013*	2013**		2014			2015		
					DVP	non DVP	всього	DVP	non DVP	всього	DVP	non DVP
ПАТ «ФБ ПФТС»	138,5	159,8	18289,3	8621,6	9667,7	-	191281,1	190959,0	322,1	10769,3	10769,3	0,0
ПрАТ «ПФБ»	5,9	0,0	6819,6	3629,4	3190,2	-	25478,2	25478,0	0,2	1344,5	1038,6	305,91
ПАТ «Українська біржа»	0,0	0,0	2045,3	0,0	2045,3	-	0,0	0,0	0,0	6925,1	6925,1	0,0
ПАТ «КМФБ»	66,4	177,8	5853,1	4879,6	973,5	-	14345,8	13844,5	501,3	3986,1	3914,0	72,05
ПАТ «ФБ «Перспектива»	50178,6	13199,1	10402,9	5836,8	4566,1	-	12649,7	12367,9	281,8	6572,1	6571,9	0,17
ПрАТ «УФБ»	1,3	111,8	2653,2	2384,7	268,5	-	314,2	221,2	93,0	74,5	73,4	1,05
ПрАТ «УМФБ»	444,3	520,7	575,3	362,5	212,8	-	237,4	237,4	0,0	11,9	11,9	0,0
ПрАТ «ФБ «ІННЕКС»	0,0	0,0	32,0	0,0	32,0	-	54,6	54,6	0,0	10,2	10,2	0,0
ПАТ «СЄФБ»	14,7	9,1	12,8	0,0	12,8	-	102,6	102,6	0,0	29,5	29,5	0,0
в т.ч.: з попереднім резервуванням ЦП	50691,0	14012,1	16409,2	16409,2	-	-	-	-	-	-	-	-
без попереднього резервування ЦП	1587,0	172,0	9305,4	9305,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Всього	52278,0	14184,1	46683,5	25714,6	20968,9	0,0	244463,6	243265,3	1198,3	29723,1	29343,9	379,2

* з 03.01.2013 р. до 11.10.2013 р.; ** з 14.10.2013 р. до 31.12.2013 р.

Агафонова Н. у зв'язку з цим відзначає, що реєстраційно-депозитарні установи не відчули збільшення систематичного ризику на фондовому ринку, що є більш характерним для фінансових та інвестиційних інституцій, оскільки вони не здійснюють безпосереднього інвестування, особливо в разі, якщо в їхніх угодах із учасниками ринку не передбачено комісії у вигляді прихованого відсотка від обсягу угоди, а угоди укладаються за принципом єдиного тарифу для всіх операцій одного виду [1756 с. 9].

У той же час, із цим твердженням не можна погодитися повністю, оскільки на систематичний ризик фондового ринку впливають дії учасників депозитарної системи, пов'язані з втратою, неправомірним розкриттям, недостовірністю інформації. Зокрема Кочко А. відзначає три основних види адміністративних правопорушень у цій сфері:

порушення порядку провадження депозитарної діяльності, яке призвело до втрати інформації, що міститься у системі депозитарного обліку цінних паперів, зокрема порядку провадження депозитарної діяльності Центральним депозитарієм ЦП та депозитарними установами з надання послуг із зберігання та обліку ЦП; вимог до порядку відкриття, ведення рахунків у ЦП та проведення операцій на них; вимог до діяльності учасників депозитарної системи та взаємовідносин між ними; вимог до порядку складання реєстру власників іменних ЦП тощо;

ухилення від внесення змін до системи депозитарного обліку;

внесення завідомо недостовірних змін до системи депозитарного обліку на підставі інформації, що подається ЦД, у разі вчинення правочину щодо цінних паперів на фондовій біржі щодо цінних паперів, облік яких відповідно до компетенції веде ЦД; інформації, що подається Національним банком України, у разі вчинення правочину на фондовій біржі щодо цінних паперів, облік яких веде Національний банк України; розпорядження, що подається кожним депонентом, що є стороною правочину, у разі вчинення депонентами однієї депозитарної установи правочину щодо цінних паперів поза фондовими біржами без додержання під час розрахунків принципу

«поставка цінних паперів проти оплати»; розпорядження, що подається депонентом та ЦД або Національним банком України у разі вчинення депонентами різних депозитарних установ правочину щодо цінних паперів поза фондовими біржами без додержання під час розрахунків принципу «поставка цінних паперів проти оплати»; розпорядження та інших документів, що подаються депонентом, у разі встановлення або зняття обмеження прав на цінні папери та прав за цінними паперами відносно прав цього депонента; документів у разі спадкування, правонаступництва чи в інших випадках; рішення суду або уповноваженого законом державного органу, його посадової особи [176, с. 217].

Зазначені проблеми ведуть до виникнення більш глобальної проблеми довіри на фондовому ринку, причому як до його інститутів, так і до вірогідності ринкових цін. Шишков С. відзначає, що ринок фактично не в змозі визначитися стосовно того, якою ж є достовірна ринкова ціна фінансових інструментів через: низьку ліквідність ринку (недостатню кількість укладених договорів, які би привели ринок тих чи інших цінних паперів у стан рівноваги); системні маніпулювання цінами; недостатність актуальної інформації про фінансові показники емітентів та неоперативність (незручність) інформування учасників про події, які можуть вплинути на їх ціну [177, с. 85].

Що стосується інформаційної складової забезпечення функціонування існуючої ієрархії побудови національної депозитарної системи, то варто навести результати досліджень Кузьміної О., Матвійчук К., які наводять практично вичерпний перелік проблем в цій сфері [178]. На думку згаданих учених основними проблемами застосування ІТ на фондовому ринку є :

відсутність єдиного підходу до впровадження програмного забезпечення для прийому та моніторингу звітних даних; різна методологія програмних засобів, які мають своїм функціональним призначенням прийом, перевірку звітних даних та їх моніторинг, із огляду на різних розробників програмного забезпечення, платформи, формати та процедури комунікацій із іншим програмним забезпеченням;

недостатня уніфікація реквізитного складу звітних даних, передусім у частині відсутності стандартизованих назв полів у складі звітності для різних видів учасників фондового ринку та різні вимоги до їх заповнення у частині обмеження щодо довжини, формату тощо, що негативно впливає як на можливості інтеграції існуючого програмного забезпечення приймачів звітних даних та моніторингу, так і на розроблення програмного забезпечення для формування звітних даних учасниками фондового ринку;

недостатня уніфікованість та оперативність оновлення баз даних – численні бази даних щодо різних видів цінних паперів, фінансових інструментів, професійних учасників фондового ринку, їх сертифікованих фахівців тощо ведуться на основі різного програмного забезпечення. За відсутності єдиної бази даних НКЦПФР виникають проблеми, пов'язані з поширенням різних копій, версій, редакцій баз даних, що окремо ведуться різними підрозділами Комісії та актуалізуються у хаотичному порядку. Це погіршує організацію обліку діяльності професійних учасників фондового ринку та зменшує оперативність отримання достовірної інформації;

складність зберігання та адміністрування звітних даних (відсутність електронного документообігу);

низький рівень ІТ – обізнаності – новим та існуючим учасникам ринку важко орієнтуватися в наявних інформаційних технологіях; крім того, без єдиних, законодавчо забезпечених стандартів обміну інформації між учасниками фондового ринку, ускладнюється взаємодія між ними у процесі прийняття рішень;

недосконала процедура отримання звітних даних, яка має за мету контроль та моніторинг діяльності учасників фондового ринку, оскільки процедури прийому (місце надання, строки, звітні форми, формат надання даних – паперовий та/або електронний) мають розбіжності в розрізі окремих учасників фондового ринку та звітних даних (адміністративні дані професійних учасників фондового ринку, регулярна та особлива інформація емітентів, інформація щодо виконання ліцензійних умов провадження

професійної діяльності тощо); фактично учасники фондового ринку, які можуть одночасно виступати на ринку в якості різних учасників фондового ринку, мають дотримуватись різних процедур подання звітних даних;

проблеми функціонування системи обліку прав власності, яка поєднує два підходи, технологічно між собою не узгоджених: реєстри власників іменних документарних цінних паперів і облікові реєстри власників бездокументарних цінних паперів, виконуючи одну і ту саму функцію, ведуться по-різному;

проблеми системи укладення та виконання договорів щодо цінних паперів;

проблеми захисту інформації в системах обліку – законодавство та технології, що застосовуються учасниками системи, не забезпечують належного захисту інформації щодо власників цінних паперів; оскільки надійного режиму конфіденційності щодо їх особових рахунків не створено; розголошення інформації з реєстрів власників іменних цінних паперів фактично відбувається без загрози притягнення до відповідальності за такі дії;

встановлення міжнародних депозитарних зв'язків ускладнено внаслідок обмеження основних функцій Центрального депозитарію України.

Протягом останнього часу регулятором здійснювались заходи, спрямовані на удосконалення процесів функціонування депозитарної системи, взаємодії між її учасниками та забезпечення проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів. За результатами практичної роботи учасників депозитарної системи за новими правилами виникали проблемні питання, вирішення яких неможливо було здійснити оперативними заходами, виявлялися недоліки, які необхідно було усунути для покращення функціонування депозитарної системи. Тому, враховуючи наявність деяких нерегульованих питань відповідно до вимог законодавства про депозитарну систему, Комісією спільно з учасниками фондового ринку протягом 2014 року розроблено та прийнято 21 нормативно-правовий акт.

Для забезпечення ефективності процесів функціонування депозитарної системи, проведення клірингу та розрахунків удосконалено вимоги до провадження діяльності депозитарних установ щодо зберігання активів інституційних інвесторів, врегульовано правовідносини між учасниками депозитарної системи щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами, у тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів. Крім того, врегульовано процедуру забезпечення існування іменних цінних паперів у бездокументарній формі, визначено механізм обміну розміщених емітентом акцій на пред'явника, що існують у документарній формі, на іменні акції бездокументарної форми існування.

Також Комісією удосконалено порядок провадження депозитарної діяльності Центральним депозитарієм цінних паперів та депозитарними установами, зокрема, уточнено норми щодо: обліку прав власності на цінні папери, що є об'єктами комунальної власності, проведення на рахунках у цінних паперах облікових операцій за вчиненими правочинами щодо цінних паперів на фондовій біржі при проведенні розрахунків без дотримання принципу «поставка цінних паперів проти оплати»; здійснення Центральним депозитарієм цінних паперів одиночних розрахунків; підстав здійснення безумовних операцій щодо цінних паперів/прав на цінні папери; здійснення безумовної операції щодо обмеження/зняття обмеження здійснення операцій із цінними паперами певного випуску та підстав для проведення таких операцій. Для захисту прав учасників ринку цінних паперів конкретизовано норми щодо провадження особою, що здійснює кліринг, клірингової діяльності, а саме стосовно порядку створення та використання гарантійного фонду у вигляді цінних паперів та інших фінансових інструментів, що створюється для забезпечення виконання зобов'язань учасників клірингу.

З урахуванням соціально-політичної ситуації в країні, що склалася у 2014 р., для запобігання порушенням прав власності на цінні папери, забезпечення захисту прав інвесторів і запобігання та уникнення ризиків у

діяльності професійних учасників фондового ринку, регулятором прийнято ряд рішень, що визначають порядок дій депозитарних установ, які провадили депозитарну діяльність на території Автономної Республіки Крим та міста Севастополя, а також у Донецькій та Луганській областях.

Великим кроком уперед стало встановлення законодавцем механізму захисту від розкриття та розголошення інформації з системи депозитарного обліку емісійних цінних паперів, запровадження вдосконаленого електронного документообігу та використання електронного цифрового підпису між професійними учасниками депозитарної системи України, в тому числі щодо обліку прав власності на цінні папери.

Висновки до розділу 2

1. Особливістю ієрархічної побудови національної депозитарної системи України виступає той факт, що перелік функцій депозитаріїв нижнього рівня є значно обмеженим (реєстрація власників і ведення рахунків власників цінних паперів), тоді як основну масу депозитарних функцій, в т.ч. розрахункових, виконує Національний депозитарій України та Розрахунковий центр, правила же депозитарної діяльності на фондовому ринку встановлюються одночасно Національним депозитарієм, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку та НБУ. Важливою рисою інституційного середовища, в якому функціонує вітчизняна депозитарна система, виступає нерозвиненість організованого ринку цінних паперів, що знижує прозорість торговельних операцій і збільшує ризики емітентів і власників цінних паперів.

2. Оцінка реформування депозитарної системи, як складної фінансово-економічної категорії, передбачає виділення позитивних наслідків і можливостей, а також потенційних загроз її розвитку. Основними

здобутками є: створення єдиного депозитарію та ліквідація інституту реєстраторів, що зменшує ризики існування подвійних реєстрів власників цінних паперів, запровадження постдокументарного 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 депозитарну діяльність суб'єктів депозитарної системи і, в комплексі з високим рівнем корупційності правової системи, наражає інвесторів на ризики рейдерства.

3. 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.

4. 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. Попри 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 між окремими інфраструктурними учасниками, що, в кінцевому рахунку, може ослабити позитивну конгруентність фондового ринку.

Основні результати, викладені в даному розділі, опубліковані у [165; 179; 180; 181; 182].

РОЗДІЛ 3

НАУКОВО-ПРАКТИЧНІ РЕКОМЕНДАЦІЇ З УДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ МОДЕЛІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Адаптація зарубіжного досвіду для конгруентного розвитку депозитарної системи України та фондового ринку

Вивчаючи особливості формування Національної депозитарної системи України, слід ураховувати той факт, що вітчизняний фондовий ринок має історію розвитку всього близько двадцяти п'яти років, у той час як світовий досвід операцій із цінними паперами нараховує вже майже п'ять сторіч. У той же час неможливо просте копіювання будь-яких моделей побудови фондової інфраструктури, що поширені в інших країнах, на базис українських економічних інститутів. Однак, використовуючи найбагатший закордонний досвід, було б украй нераціонально не використовувати його при розробці власних концепцій розбудови ринку цінних паперів і, відповідно, Національної депозитарної системи.

Розглянемо основні етапи становлення депозитарних систем в економічно розвинених країнах, з метою визначення найбільш прогресивних їх моделей для можливості використання у практиці діяльності фондового ринку України.

У світовій практиці існує кілька видів депозитарних систем у залежності від специфіки законодавства, історичних традицій і особливостей формування національних фондових ринків тієї чи іншої країни. Їх рівень централізації/децентралізації визначається наявністю або відсутністю єдиного Центрального депозитарію та відмінностями в позиціонуванні депозитарних установ. Наприклад, на сьогоднішній день в розвинених

країнах світу обслуговування 95% фондового ринку забезпечується центральними депозитаріями. У Європі функціонує близько тридцяти центральних депозитаріїв, а в усьому світі в цілому – близько ста [183, с. 91].

Як відмічають аналітики, 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 [184, с. 207]. Їх розробкою у сфері організації системи депозитарної діяльності займаються такі міжнародні організації як [185, с. 22]: Група тридцяти (*Group 30, G-30*), Асоціація європейських центральних депозитаріїв (*Association of European Central Securities Depositories, ECSDA*), Міжнародна організація комісій з цінних паперів (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*), Міжнародна асоціація з питань обслуговування цінних паперів (*International Securities Services Association, ISSA*), Асоціація національних агенцій з нумерації (*Association of National Numbering Agencies, ANNA*), Банк міжнародних розрахунків (*Bank for International Settlements, BIS*), Комітет європейських регуляторів ринків цінних паперів (*Committee of European Securities Regulators, CESR*), Центр європейських реформ (*Centre of Europe Reforms, CER*), Європейський центральний банк (*European Central Bank, ECB*), Азіатсько-тихоокеанська група центральних депозитаріїв (*Asia-Pacific Central Securities Depository Group, ACG*), Група Джиованніні (*the Giovannini Group, GG*). Головною метою розробки рекомендацій і стандартів є вдосконалення процесу взаємодії між усіма учасниками розрахунків за операціями з цінними паперами та клірингу, зниження ризиків, а також удосконалення управління системою депозитарної діяльності.

Базові рекомендації, щодо ефективної побудови інфраструктури фондового ринку були висвітлені у доповіді «*Group 30*», яка складалася з представників тридцяти великих структур професійних учасників Міжнародного ринку цінних паперів [186, с. 44]. Аналіз сучасної світової системи депозитарної діяльності свідчить, що вона неможлива без наявності

центрального депозитарію на локальних рівнях (у середині кожної держави), який виступав би гарантом ефективних, своєчасних і надійних розрахунків за операціями щодо цінних паперів. Ще в 1989 р. у доповіді «*Group 30*» кожній країні було рекомендовано до 1992 р. створити власний Центральний депозитарій. Більшість європейських країн, за винятком Франції, яка мала створений ще у 1941 р. Центральний депозитарій, прислухалася до таких порад. Нині ці країни перейшли на новий рівень розвитку системи обліку прав власності на цінні папери, створивши міжнародні інститути, що виконують функції Центрального депозитарію не для однієї, а для декількох країн. Наприклад, центральні депозитарії Франції, Бельгії, Голландії та Великої Британії об'єдналися, створивши групу Євроклер (*Euroclear*), що виконує функції центрального депозитарію для цих країн.

Головні рекомендації доповіді «*Group 30*», що стосувалися побудови системи клірингу і розрахунків за договорами щодо цінних паперів на світових ринках, пізніше були скориговані учасниками Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів (ISSA). Значна увага у цій доповіді приділяється організаційній структурі та управлінню депозитарною діяльністю, що має суттєво поліпшити і спростити обслуговування локальних і трансграничних угод за операціями щодо цінних паперів. Наголошується значимість порядку систем звірки, клірингу і депозитарного обліку. Незалежно від того, яку конкретно систему обере певний ринок, чи буде її обслуговування здійснюватись групою юридичних осіб, або ж однією особою, існує стандартний набір вимог до структури власності, управління й автоматизації, які сприяють ефективній діяльності, високому рівню довіри та збереженню цілісності організації, а також зниженню ризиків учасників. Також, у 1990 р. «*Group 30*» підготувала доповідь «Міжнародний кліринг та розрахунки», в якій представлено 20 рекомендацій, що стосуються вдосконалення взаємовідносин між учасниками розрахунків за цінними паперами та клірингу, зниження ризиків проведення операцій на фондових ринках та удосконалення управління системою розрахунків і клірингу на світових ринках цінних паперів [187].

Важливе місце у розвитку європейського та українського фондового ринку належить рекомендаціям Групи Джиованніні, яка є консультантом Комісії Євросоюзу в питаннях, що стосуються фінансового ринку. 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) [188].

Також, треба звернути увагу на рекомендації Європейських організацій, що провадять свою діяльність у сфері розрахунків і клірингу. Однією з них є Центр європейських реформ, що займається проблемами, пов'язаними з реформування Європейського Союзу. У свій час Центр європейських реформ підготував доповідь «Майбутнє європейського ринку цінних паперів», присвячену питанням створення єдиного ринку фінансових послуг у рамках ЄС і у 2004 році прийняв Директиву «Про ринки фінансових інструментів». Директива вводить у дію єдиний ринок і регуляторний режим для фінансових послуг у рамках Євросоюзу, замінюючи чинну Директиву з інвестиційних послуг і ставлячи за мету забезпечення можливості для учасників ринку вільно взаємодіяти з контрагентами в інших країнах Євросоюзу в ті же строки і на тих же умовах, що й у своїй країні [189].

Аналізуючи склад центральних депозитаріїв цінних паперів у країнах ЄС, можна виділити такі групи:

15 країн мають єдиний центральний депозитарій для корпоративних і державних цінних паперів: Австрія, Кіпр, Данія, Естонія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Угорщина, Італія, Литва, Люксембург, Мальта, Нідерланди, Швеція, Велика Британія;

10 країн мають єдиний центральний депозитарій корпоративних цінних паперів та один депозитарій у структурі Центрального банку для обслуговування угод із державними цінними паперами [190, с. 271]: Бельгія, Болгарія, Греція, Ірландія, Латвія, Польща, Португалія, Словаччина та Словенія;

у Чеській Республіці існують три депозитарії (два депозитарії корпоративних цінних паперів та один депозитарій Центрального банку для державних цінних паперів);

в Іспанії існують чотири депозитарії (для корпоративних і державних цінних паперів). В усіх чотирьох депозитаріях контроль належить приватному сектору (частка Центрального банку становить лише 5 %).

У США, провідну, з точки зору розвитку фондового ринку країні, роль центрального депозитарію по корпоративних паперах виконує розрахунковий депозитарій, а для державних цінних паперів ці функції виконує Федеральна резервна система. Розрахунковий депозитарій – холдингова компанія, що належить найбільшим операторам фондового ринку та є основною компанією, яка здійснює кліринг, розрахунки і надання депозитарних послуг по акціях, державних, муніципальних і корпоративних боргових інструментах, паях взаємних фондів, інструментах грошового ринку і іншим активам на біржовому і позабіржовому фондовому ринку. До неї входять одна депозитарна і п'ять клірингових компаній, у тому числі і депозитарно-трастова компанія, створена в 1973 році, яка є найбільшим депозитарієм не лише в США, але й у світі. Надаючи послуги із цінних паперів, прийнятих на зберігання, вона реєструється як номінальний утримувач у реєстрі власників цінних паперів емітента. Відмінною рисою американського ринку цінних паперів є чітке розмежування функцій депозитарію і кастодіана, необхідність

використання якого в США є строго обов'язковою і закріплено законодавчо для інституційних інвесторів. За рахунок цього підвищується надійність зберігання і обліку прав власності на цінні папери колективних інвесторів (інвестиційних, пенсійних фондів і трастових компаній).

Наступний приклад – Японія, де всі акції японських корпорацій є іменними цінними паперами. Поправками, що були внесені у 1990 році до Комерційного кодексу країни, випуск урядових цінних паперів був заборонений. Ведення реєстру власників акцій здійснюють компанії – емітенти або реєстратори. Акції можуть бути зареєстровані як на ім'я власника, так і на ім'я номінального утримувача. Провідну роль у розрахунках по корпоративних цінних паперах і реєстрації прав власності на акції грає в Японії центральний депозитарій, створений у 1984 р. як некомерційна організація за участю держави, а у 2002 р. перетворений на акціонерне товариство (корпорацію), акціонерами якого стали професійні учасники ринку цінних паперів [191, с. 77].

Іншим прикладом може слугувати досвід Китаю. У цій країні головними торговельними майданчиками є Шанхайська фондова біржа, Шеньчженська фондова біржа та Міжбанківський ринок облігацій. Організаціями, що здійснюють облік цінних паперів і розрахунок за трансакції з ними, є Китайська депозитарна і клірингова корпорація із цінних паперів та Китайська державна депозитарна трастова і клірингова корпорація з цінних паперів. Перша надає послуги за всіма цінними паперами, що торгуються на біржовому ринку, друга – обслуговує тільки міжбанківський ринок облігацій, тобто поділ є за інструментами.

Значний інтерес викликають тенденції розвитку депозитарного ринку в Росії. У червні 2010 р. акціонери Розрахункової палати Московської міжбанківської валютної біржі (ММВБ) на річних зборах проголосували за приєднання до компанії ЗАТ «Національний Депозитарний Центр». Нова структура придбала статус «небанківська кредитна організація» і стала називатися «Національний розрахунковий депозитарій» (НРД), який фактично

був призначений виконувати функції центрального депозитарію Російської Федерації. Основним акціонером нової компанії стало ЗАТ «ММВБ», при цьому широке коло акціонерів отримало можливість мати по одній акції і брати участь в управлінні розрахунковим депозитарієм через механізм акціонерної угоди. Держава в капіталі НРД не має власної долі [192].

Для зіставлення існуючих світових практик проаналізуємо принципи діяльності і структуру власності центральних депозитаріїв цінних паперів у країнах ЄС, яка є досить різноманітною (табл. 3.1). Фахівці визначають високу міру фрагментарності інфраструктури клірингу і розрахунків у країнах ЄС. Хоча вона і знаходиться в стадії консолідації, різноманіття національних і міжнародних організацій, які надають послуги клірингу і розрахунків, є значним (це є наслідком складності процесів інтеграції і гармонізації законодавств країн).

Наприклад, існує 19 центральних депозитаріїв та міжнародних центральних депозитаріїв, які надають різноманітні види послуг і мають різну структуру управління. У деяких країнах - членах Євросоюзу клірингові будинки функціонують окремо від центральних депозитаріїв, у той час як в інших країнах кліринг і розрахунки поєднуються в рамках однієї організації.

Частина з центральних депозитаріїв у країнах ЄС функціонує як відділ або департамент більшої установи, наприклад, депозитарії, які ведуть центральні банки (зокрема, Реєстр цінних паперів у Національному Банку Польщі), або в рамках фондових бірж (депозитарій Кіпрської фондової біржі). Інші є компаніями в структурах більшої групи капіталу, створеної в результаті горизонтальної консолідації (наприклад, *Euroclear France* є філією *Euroclear SA/NV*, а вона у свою чергу - філією *Euroclear Plc.*), або вертикальної консолідації (*Clearstream Bankmg Luxembourg* є філією *Deutsche Borse*). Інші діють як незалежні компанії (наприклад, *OeKB*) [193, с. 205].

Таблиця 3.1

Характеристика центральних депозитаріїв, які функціонують в окремих країнах ЄС

Країна 1	Назва депозитарію 2	Дата початку діяльності 3	Форма діяльності 4	Структура власності 5
Австрія	ОеКВ	1872 р. як Wiener Giro- und Cassenverein, з 1965 р. – ОеКВ	банк, прибуткова	головним чином, вітчизняні комерційні банки
Бельгія	NBB	1991 р.	центральний банк, не прибуткова	центральний банк (100 %)
	Euroclear Belgium	1968 р.	філія Euroclear SA/NV, компанія, прибуткова	Euroclear SA/NV - філія Euroclear Plc, акціонерами якої є учасники (86,9 %) і Smovam Holdmg SA (13,1 %)
Болгарія	CDAD	1996 р.	компанія, прибуткова	Міністерство фінансів (21,9 %), центральний банк (20 %), комерційні банки (21,6 %), Болгарська фондова біржа в Софії (3 %) та інші
	GSD	1992 р.	центральний банк, не прибуткова	центральний банк (100 %)
Великобританія	Euroclear UK & Ireland Limited	1996 р. (CrestCo)	компанія, прибуткова	Euroclear SA/NV - філія Euroclear Plc, акціонерами якої є учасники (86,9 %) і Smovam Holdmg SA (13,1 %)
Угорщина	KELER	1993 р.	банк, прибуткова	центральний банк (53 %), Budapest Stock Exchange (46,7 %)
Німеччина	Clearstream Banking Frankfurt	1990 р. як Frankfurter Kassenverein AG	банк, прибуткова	Deutsche Börse (100 %)
Голландія	Euroclear Nederland	1977 р. як Necigef	компанія, прибуткова	Euroclear SA/NV - філія Euroclear Pm, акціонерами якої є учасники (86,9 %) і Smovam Holdmg SA (13,1 %)
Греція	Hellenic Exchanges SA Holding, Clearing, Settlement & Registry	1991 р. створення депозитарію в рамках біржі, 1876 р. створення афінської біржі	компанія, депозитарій у структурах біржі, прибуткова	Helix 100 %, яка є публічною компанією
	BOGS	1994 р.	центральний банк, не прибуткова	центральний банк (100 %)

Продовження таблиці 3.1

1	2	3	4	5
Данія	VP	1983 р.	компанія, прибуткова	банки й брокерські фірми (32 %), компанії, що емітують облигації (28 %), центральний банк (24 %), емітенти акцій (8 %), інституційні інвестори (8 %)
Естонія	ECSD	1994 р.	компанія, прибуткова	OMX Exchanges (62 %), центральний банк (1,1 %), інші частки - учасники ринку
Ірландія	NTMA	1990 р.	публічна установа, не прибуткова	Міністерство фінансів
Іспанія	Iberclear	2003 р. у результаті злиття CADE і SCLV	компанія, не прибуткова	холдинг BME (100 %), що є публічною компанією за участю центрального банку (5,33 %)
	Місцеві депозитарії, SCL Barcelona, SCL Bilbao і SCL Valencia	Барселона -1992 р. Більбао - 1890 р. Валенсія - 1992 р.	компанії, не прибуткова	холдинг BME (100 %), що є публічною компанією за участю центрального банку (5,33 %)
Італія	Monte TrioU	1978 р.	компанія, прибуткова	Borsa Italiana Spa (98,7 %), іноземні центральні депозитарії ЦП (1 %), інвестиційні фірми (0,10 %), інші (0,13 %)
Кіпр	CSE	1996 р.	біржа як публічна установа, прибуткова	Уряд Республіки Кіпр (100 %)
Латвія	LCD	1995 р.	компанія, прибуткова	Riga Stock Exchange (100 %); RSE (з часткою OMX Group 93%)
	VNS	1993 р.	центральний банк, не прибуткова	центральний банк (100 %)
Литва	LCVPD	1993 р.	компанія, прибуткова	центральний банк (60 %), OMX Group (32%), литовська біржа WPB (8 %). WPB на 93 % належить OMX Group
Люксембург	Clearstream Bankmg Luxembourg	1970 р. як Cedel	банк, прибуткова	Deutsche Börse (100 %)
Мальта	MSE	1996 р.	біржа, прибуткова	Державне казначейство (100 %)
Польща	KDPW SA (AT НДЦБ)	1991 р.	акціонерне товариство, не прибуткова	ВФБ (33,3 %), Державне казначейство (33,3 %), Національний Банк Польщі (33,3 %)

Закінчення таблиці 3.1

1	2	3	4	5
	RPW(PUB)	1995 р. CRBS, 1996 р. RBP, в 2003 р. об'єднані в RPW	центральний банк	центральний банк (100 %)
Словаччина	CDCPSR	2004 р. у результаті перетворення Securities Center of the Slovak Republic (1992 р.)	компанія, прибуткова	Bratislava Stock Exchange (100 %)
	Central Registry	1993 г	центральний банк, не прибуткова	центральний банк (100 %)
Словенія	KDD	1995 р.	компанія, прибуткова	41 акціонер, в т.ч. банки, урядові фонди, компанії, брокерські фірми, емітенти та ін.
Фінляндія	APK/ NCSD	1996 р.	компанія, прибуткова	VPC AB (100 %), акціонерами якого є: OMX (19,8 %) і 4 головні шведські банки (по 19,8 %): Föreningsbanken, Nordea, SEB and Svenska Handelsbanken
Франція	Euroclear France	1949 р. як SICOVAM	компанія, прибуткова	Euroclear SA/NV - філія Euroclear Plc, акціонерами якої є учасники (86,9 %) і Smovam Holdmg SA (13,1 %)
Чехія	UNIVYC	1996 р.	філія біржі, прибуткова	Prague Stock Exchange (100 %)
	SKD	1995 р.	центральний банк, не прибуткова	центральний банк (100 %)
	RM-SYSTEM	1993 р.	компанія в рамках позабіржового ринку, прибуткова	2 фізичні особи по 50 %
Швеція	VPC AB / NCSD	1989 р.	компанія, прибуткова	NCSD Holdmg AB (100 %), власниками якого є: Nordea BankSverige (24,82 %), Skandnavska Ensktida Banken (24,82 %), Svenska Handelsbanken (24,82 %) і Swedbank (24,82 %)

Часто в країнах ЄС існують депозитарії зі змішаним складом акціонерів, наприклад, ті, у яких частки мають як користувачі (учасники), так і біржі, а іноді також державні установи.

Залежно від форми діяльності, а також структури власності центральні депозитарії діють за принципом «не прибуткова» або «прибуткова» (тобто неприбуткові установи та установи, орієнтовані на отримання прибутку від депозитарної діяльності). До першої групи зазвичай належать центральні депозитарії цінних паперів, власниками яких є міністерства фінансів, казначейства і центральні банки, а також нечисленні депозитарії, що належать користувачам (учасникам). У другій групі перебуває більшість депозитаріїв, що належать користувачам (учасникам) і фондовим біржам, і особливо третім сторонам.

Діапазон фінансових інструментів, що обслуговуються центральними депозитаріями цінних паперів, є дуже великим. У країнах, де існує один центральний депозитарій, він обслуговує усі фінансові інструменти, які є предметом угод на даному національному ринку. У кількох країнах ЄС існують два центральних депозитарії цінних паперів, один із яких, як правило, займається обслуговуванням казначейських паперів, а другий - іншими цінними паперами.

Найбільше відомими міжнародними депозитарно-кліринговими системами є *Euroclear* в Бельгії та *Clearstream Banking* в Люксембурзі [1].

Clearstream Banking (раніше – *Cedel Bank*) – це міжнародний депозитарій, якому група *Standart and Poors Ratings Group* та *IBCA Limited* привласнила рейтинг *AL+*. Банк налагодив зв'язки з Великобританією, Грецією, Індонезією і Болгарією, розповсюджуючи свої послуги на 33 ринки здійснюючи розрахунки по 37 валютам.

Euroclear – це найбільша у світі депозитарно-клірингова система для цінних паперів, якими торгують на національних та міжнародних ринках. Зокрема, по євро облігаціям оборот *Euroclear* приблизно втриє-четверо перевищує оборот альтернативної системи *Clearstream Banking*. *Euroclear*

обслуговує більше ніж 190000 випусків цінних паперів, які нумеруються в 50 валютах. Окрім єврооблігацій, до їх числа входять національні боргові обов'язки, акції, варанти та депозитарні розписки. Число клієнтів системи *Euroclear* на сьогоднішній день перевищує 2 тисячі.

Серед національних депозитарних систем найбільш цікавим для України є досвід Німеччини (через її провідне місце в економічному житті ЄС) і Польщі (через значну зацікавленість вітчизняних компаній до розміщення цінних паперів на Варшавській фондовій біржі).

У Німеччині діяльність депозитаріїв знаходиться під пильною увагою регулюючих органів. Основними власниками акцій у Німеччині є індивідуальні інвестори (прямі власники акцій), які володіють 3% всіх акцій, інституційні інвестори (на їхню частку припадає 68%), держава (3%) і іноземні інвестори (16%). Практично всі сертифікати акцій перебувають у централізованому депозитарії.

Розрахунки з акціями емітентів Німеччини здійснюються через центральний депозитарій *Clearstream Banking Frankfurt (CBF)*. *CBF* веде рахунки депо банків-резидентів Німеччини, у яких відкриті рахунки депо власників і номінальних власників цінних паперів. *CBF* як центральний депозитарій здійснює кліринг і розрахунки по всіх видах цінних паперів Німеччини, що обертаються як на біржовому, так і на позабіржовому ринку.

Спочатку в Німеччині існувало 7 регіональних центральних депозитаріїв, найбільшим з яких був «Німецький касовий союз» (*Deutscher Kassenverein AG*) при Франкфуртській фондовій біржі, а також депозитарій для транскордонних розрахунків *Deutscher Auslandskassenverein*. У 1996 р. відбулося злиття всіх депозитаріїв та створення *Deutsche Börse Clearing*. У 2000 р. з'явилася центральна депозитарно-клірингова установа *Clearstream Banking Frankfurt (CBF)* після того, як пройшло злиття депозитарно-клірингової компанії *Cedel* і частини *Deutsche Börse Clearing*. Тобто, де-факто *CBF* є єдиним Центральним депозитарієм в Німеччині. Зазначимо, що у німецькому законодавстві обумовлено наявність Центрального

депозитарію, але не обумовлено кількість депозитаріїв. *CBF* має розвинену кореспондентську мережу. Кореспондентами *CBF* є центральні депозитарії європейських країн, США і Японії, а також міжнародні розрахунково-клірингові центри *Clearstream Banking Luxembourg* і *Euroclear Bank Brussels*.

Система обліку прав на цінні папери в Німеччині будується на основі Центрального депозитарію, що є сховищем знерухомлених сертифікатів цінних паперів і кастодіальних банків, що обслуговують своїх клієнтів, у тому числі й через схеми колективного інвестування. Центральний депозитарій має статус клірингового і депозитарного банку. Власниками рахунків в Центральному депозитарії Німеччини можуть бути лише професійні учасники ринку цінних паперів: зарубіжні центральні депозитарії, інвестиційні компанії, кредитні інститути і маклери (брокери), тобто представники інвесторів, що здійснюють операції з цінними паперами, які торгуються на біржі, або задіяні в здійсненні поставань і платежів у рамках операцій з цінними паперами.

У цей час індивідуальні сертифікати переважної більшості як іменних акцій, так і акцій на пред'явника, у тому числі найбільш ліквідних акцій великих компаній («блакитних фішок») знерухомлені й перебувають на зберіганні в *CBF*. Проте на ринку Німеччини обертається незначна частина акцій, сертифікати яких переміщуються фізично між сховищами локальних кастодіанів. При кожній зміні власника іменних акцій сертифікати передаються емітенту, що вносить ім'я нового власника до реєстру акціонерів і випускає на його ім'я нові індивідуальні сертифікати акцій. Серед завдань, що виконуються депозитарієм, захист прав вкладників у цінні папери є пріоритетним, тому депозитарію не дозволено провадити пов'язані з ризиком операції, такі як: видача кредитів; торгівля цінними паперами і валютою. Більшість акцій обертається на ринку в безготівковій формі з використанням рахунків депо в *CBF*. Відповідно до Закону про зберігання й придбання цінних паперів від 04.02.1937, що зі змінами від 1995 р. діє в Німеччині дотепер, акції німецьких компаній можуть випускатися у вигляді глобального сертифікату.

Далі розглянемо особливості функціонування польської систему обігу та зберігання цінних паперів. Важливою рисою депозитарної системи Республіки Польща також є існування в обігу лише бездокументарних цінних паперів. Тому всі документарні цінні папери, які перебували в обігу в країні на початковому етапі розвитку ринку цінних паперів, було переведено у бездокументарну форму. Ключовим елементом депозитарної системи країни є Національний депозитарій цінних паперів Республіки Польща (*KDPW S.A.*). Його було створено у 1991 році як невід'ємну складову Варшавської біржі цінних паперів (*GPW S.A.*). Із 7 листопада 1994 року депозитарій функціонує як незалежна інституція, створена у формі акціонерного товариства, основними акціонерами якої є Державне казначейство (33 % акцій), Біржа цінних паперів у Варшаві (33 %), Національний банк Польщі (33 %) [194, с. 71].

На Національний депозитарій цінних паперів Республіки Польща (НДЦП) покладено функції управління та нагляду за депозитарно-кліринговою системою. Його головними завданнями є: реєстрація та зберігання цінних паперів, що перебувають у відкритому обігу; присвоєння кодів цінним паперам; відкриття та обслуговування депозитарних рахунків для інститутів ринку, що мають право зберігати цінні папери в НДЦП; обслуговування емітентів та реалізація прав за цінними паперами; проведення розрахунків у цінних паперах та грошових розрахунків; гарантування транзакцій через накопичення та управління певними фондами з метою зниження ступеня ризику угод, що укладаються між учасниками ринку. Враховуючи ці завдання, виконання яких має істотний вплив на функціонування фінансового ринку в країні загалом, НДЦП є одним із головних інститутів інфраструктури ринку капіталів Республіки Польща та щільно взаємодіє з його іншими учасниками та регулятором

Таким чином, особливе місце серед інституцій, з якими співпрацює НДЦП, посідає Комісія з фінансового нагляду (*KNF*). Створена разом з набуттям чинності законом «Про нагляд за фінансовим ринком», вона почала виконувати функції ліквідованих Комісії з цінних паперів та бірж (*KPWiG*) і

Комісії з нагляду за страхуванням та пенсійними фондами (*KNUFE*). До учасників ринку, тісно пов'язаних із депозитарно-кліринговою системою, належать насамперед акціонери НДЦП – Державне казначейство, Біржа цінних паперів у Варшаві та Національний банк Польщі.

Кожна з перелічених інституцій виконує свої чітко визначені функції. Так, на Біржі цінних паперів у Варшаві укладаються угоди з цінними паперами, що перебувають у відкритому обігу. Національний банк Польщі виконує роль розрахункового банку. Державне казначейство в результаті приватизаційних процесів стало одним із найважливіших учасників ринку, адже через механізми приватизації державних підприємств нові акціонерні товариства виходять на ринок капіталів. *MTS-Ce TO S.A.* — позабіржова торговельна система, аналог ПФТС в Україні. НДЦП також тісно співпрацює з відкритими пенсійними фондами та закордонними депозитарно-розрахунковими установами.

Слід зазначити, що головними змінами у депозитарно-розрахунковій системі Республіки Польща, які були запроваджені останнім часом і які можна запропонувати для застосування у діяльності Національної депозитарної системи України, є: нова система порівняння угод — *Comparison*; 7 розрахунково-клірингових циклів на день (у часі між ними проводяться розрахунки в режимі реального часу); нова система для міжнародного ринку облігацій; надання позик у цінних паперах на вимогу; обслуговування угод *REPO*; прийняття на зберігання акцій, що водночас котируються на Біржі цінних паперів у Варшаві та на закордонних біржах.

Також можна взяти за основу для впровадження в Україні, прийнятий Наглядовою Радою НДЦП стратегічний план дій для Національного депозитарію Республіки Польща, який став базовим концептуальним документом і у якому дістали наступні відображення основних напрямків розвитку основних елементів інфраструктури польського ринку та прагнення розвитку з урахуванням вимог процесів міжнародної інтеграції:

приведення нормативно-правової бази функціонування депозитарної

системи країни, процедур, стандартів та практики діяльності у відповідність до стандартів ЄС шляхом розробки спеціальної програми гармонізації;

побудова у країні такої системи, яка відповідала б загальноприйнятим вимогам ефективності та безпеки, була здатною співпрацювати з іншими системами на основі одночасності проведення транзакцій (принцип *interoperability*), сприяла удосконаленню обслуговування транскордонних операцій з цінними паперами;

кількісне та якісне збільшення отримувачів послуг депозитарію у складі його акціонерів, а потім – вирішення питання щодо входження зарубіжного стратегічного інвестора до складу акціонерів;

збільшення функціональності Центрального депозитарію та депозитарної системи загалом через модернізацію послуг завдяки змінам в інформаційних системах та через безпосередню участь депозитарію в іноземних розрахунково-клірингових палатах;

Використання досвіду Республіки Польща у розбудові депозитарно-клірингової системи в Україні сприятиме створенню такої системи, яка спроможна швидко адаптуватися до європейських стандартів.

Із метою вдосконалення взаємодії між суб'єктами розрахунків у цінних паперах та клірингу, зниження ризиків та удосконалення управління депозитарною системою, були розроблені загальноєвропейські рекомендації щодо організації системи депозитарної діяльності та транзакційних розрахунків за операціями з цінними паперами, які частково вже були враховані при адаптації національної депозитарної системи України до європейських вимог (табл. 3.2).

Україна швидкими темпами просуває процеси, що сприяють більш повної інтеграції країни в європейське та світове економічне співтовариство. Одним із таких заходів є реформування національного законодавства в сфері регулювання ринку цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів.

Таблиця 3.2

Адаптація Національної депозитарної системи України до Європейських вимог (побудована на основі даних [195; 196; 197])

Організація	Рекомендація	Цільове спрямування	Сфера практичного застосування для українського фондового ринку
1	2	3	4
ЄС	Рекомендація Комісії щодо Європейського кодексу здійснення транзакцій з переказними цінними паперами;	Врегулювання відносин між контрагентами у процесі здійснення транзакцій із переказними ЦП	Може бути використана як нормативна база при транзакціях із переказними ЦП
	Директива Ради ЄС щодо інвестиційних послуг у сфері цінних паперів (93/22/ЄЕС) від 10 травня 1993 року	Врегулювання процесів інвестування на фондовому ринку	Доцільно враховувати при розробці нормативної бази з питань інвестування
	Директива Європейського Парламенту та Ради з питань закінчення розрахунків у системах платежів і розрахунків за ЦП	Встановлення періодів розрахунків	Доцільно ввести часові обмеження за розрахунками щодо цінних паперів
Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements, BIS)	Документ Базельського комітету з питань банківського нагляду: Опис контролю за управлінням ризиками розрахунків в іноземних біржових транзакціях	Обмеження та уникнення можливих ризиків	Доцільно використовувати як нормативне підґрунтя при іноземних транзакціях
	Документи Комітету з оплати і систем розрахунків:		
	Звіт щодо схем нетінгу (<i>Angell zvim</i>)		
	Звіт Комітету по схемах міжбанківського нетінгу центральних банків групи десяти країн (<i>Lamfalussy zvim</i>)	Створення методологічних основ та врегулювання процесів нетінгу	Доцільно взяти за основу при розробці схем нетінгу на національному ринку цінних паперів
	Поставка проти оплати в системах розрахунків ЦП		
	Міжнародні розрахунки за цінними паперами		
	Ризик розрахунків у міжнародних біржових угодах	Врегулювання процесів клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів	Доцільно використовувати, як базу для розробки організаційно-технологічних засад клірингу та розрахунків за цінними паперами
	Клірингові процедури для біржової торгівлі деривативами		
Системи бруто-розрахунків у реальному масштабі часу			

Закінчення табл. 3.2

1	2	3	4
	Структура розкриття інформації для систем розрахунків за ЦП	Забезпечення прозорості фонд. ринку	Необхідно при розбудові прозорого ринку
	Рекомендації для розрахункових систем за цінними паперами	Підвищення ефективності розрахунків	Може використовуватись як ідеальна модель при створенні розрахункових систем
Асоціація європейських центральних депозитаріїв (<i>Association of European Central Securities Depositories, ECSDA</i>)	Проведення клірингу та розрахунків на ринках цінних паперів. Імплементация вимог рекомендацій «Групи 30»	Підвищення ефективності розрахунків	Може використовуватись як ідеальна модель при створенні розрахункових систем
	Діяльність щодо цінних паперів у Інтернеті	Удосконалення системи клірингу та розрахунків	Є стимулом до імплементации
	Міжнародні РЕПО-угоди;	Прискорення та спрощення операцій	Є теоретичною базою інтернет-трейдингу
	ECSDA міжнародні розрахунки;	Збільшення спектру послуг на фондовому ринку	Має бути врахована при здійсненні операцій РЕПО з українськими цінними паперами
	Модельний договір між європейськими CSD	Удосконалення системи розрахунків	Є теоретичною базою при здійсненні розрахунків
	Рекомендації для систем розрахунків за угодами щодо цінних паперів (CPSS-IOSCO).	Створення єдиного економічного простору	Може мати практичне значення при вступі України до ECSDA

Це дозволить розв'язати наступні проблеми: залучити зацікавлених іноземних інвесторів на внутрішній фондовий ринок України; дозволити повноцінно вийти українським фінансовим суб'єктам на міжнародні ринки зі своїм капіталом; удосконалити інформаційну складову Національної депозитарної системи, що дозволить зменшити витрати на обробку інформації, прискорити її обробку та організацію обліку, знизити рівень ризиків при укладанні угод із цінними паперами; підвищити репутацію країни на міжнародному рівні, завдяки створенню ефективного і прозорого фондового ринку.

Поділяючи думку окремих вітчизняних дослідників [198, с. 354], вважаємо, що в структурі власності Центрального депозитарію повинна переважати більш значна частка приватних власників, оскільки це допоможе краще управляти роботою депозитарію. Крім того, диверсифікованість структури власників Центрального депозитарію дасть можливість залучити недержавні фінанси для обслуговування значного обсягу угод із цінними паперами, а також забезпечити безперервність роботи в надзвичайних економічних і політичних ситуаціях. Необхідно ще враховувати і той факт, що політична незалежність суттєво підвищує рівень довіри потенційних іноземних інвесторів до Центрального депозитарію, тому що в цих випадках стане неможливим корпоративне рейдерство з боку фірм, які лобіюються державними чиновниками. Природно, що держава в особі Національного банку України і Національної комісії з цінних паперів і фондовому ринку повинна мати вагомую частку в структурі статутного капіталу ПАТ «Національний депозитарій України», але вона має бути збалансована часткою приватного капіталу, для того щоб інтерес корпоративного бізнесу був належним чином представлений і захищений на фондовому ринку країни.

Повноцінна інтеграція Центрального депозитарію і вітчизняного ринку цінних паперів у світові фінансові потоки неможлива без авторитетного висновку про надійність даного фондового інституту з боку міжнародних

експертів. У зв'язку з цим необхідно налагодження тісного співробітництва з провідними та відомими рейтинговими агентствами, такими як *Standard & Poors*, *Moody's* і *IBCA*. У випадку погіршення кваліфікаційної оцінки в рейтингу або визначення негативної динаміки по ряду ключових показників, необхідно порушувати питання про зміну структури Національної депозитарної системи. Не дивлячись на створення в Україні Центрального депозитарію і формування відповідної нормативно-правової бази, проблеми вдосконалювання Національної депозитарної системи завжди будуть залишатися актуальними, тому що триває зіткнення інтересів зацікавлених сторін по окремих принципових питаннях.

Аналіз зарубіжного досвіду та оцінки його впровадження в Україні показав, що у вітчизняному законодавстві по теперішній час не реалізовано багато рекомендацій ЄЦБ, Банку міжнародних розрахунків, Асоціації європейських центральних депозитаріїв, Міжнародної організації комісій із цінних паперів, які складають найкращий досвід ефективного функціонування національних депозитарних систем. Перше за все, це стосується клірингових розрахунків і неттінгу, заходів щодо підвищення прозорості обігу цінних паперів та фінансових інструментів, заходів щодо обережності здійснення операцій та відповідно – пруденційного нагляду за ними, заходів із управління ризиками та розширення спектру послуг із аналітичної підтримки управління фінансовими інструментами з метою оптимізації ризику та підвищення ефективності здійснення відповідних операцій.

Позитивно оцінюючи зміни у правовому полі, що регламентує депозитарну діяльність в Україні, слід зупинитися на його вадах. У країнах з розвинутим фондовим ринком кліринг здійснює сама фондова біржа або клірингові дома, в Україні – Розрахунковий центр, який виконує функції розрахункового банку для всіх учасників торгів на фондовому ринку і зберігає їх кошти на відкритих у ньому рахунках [199, с. 140]. Це суперечить світовій практиці, відповідно до якої грошовими розрахунками за операціями

з цінними паперами і виконанням угод має займатися Центральний депозитарій. Функціями клірингових організацій є прийняття ризиків учасників торгів із метою їх мінімізації. Чинним законодавством визначено можливість отримання ліцензії на здійснення клірингової діяльності, регламентується порядок провадження такого виду діяльності на фондовому ринку, вимоги до клірингових установ, правила клірингу та механізми зниження ризиків невиконання або несвоєчасного виконання зобов'язань, що виникли за договорами, укладеними на фондовій біржі.

3.2. Шляхи удосконалення пруденційного нагляду і управління ризиками діяльності депозитарних установ на фондовому ринку

В Україні розроблено концепцію впровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку, яка передбачає поетапне впровадження: підготовчий та основний етапи [200]. Реалізація підготовчого етапу є передумовою виконання основних етапів Концепції. Підготовчий етап впровадження пруденційного нагляду включає: перехід на міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ); посилення ролі і відповідальності аудиторів; створення комплексної інформаційної системи Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку; посилення інституційної здатності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку шляхом підготовки кваліфікованих кадрів. Основний етап передбачає підготовку нормативно-правових актів та методичних рекомендацій щодо провадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку в розрізі видів діяльності на фондовому ринку. Концепція передбачає, що професійні учасники фондового ринку та їх клієнти мають заохочуватися до пруденційної (обачливої) поведінки при прийнятті рішень щодо фінансової послуги.

Пруденційні правила - кількісні та якісні показники, нормативи та вимоги щодо ліквідності, капіталу та платоспроможності, прибутковості та якості активів, ризикованості операцій, якості систем управління та управлінського персоналу, додержання правил надання послуг на фондовому ринку тощо. Основою для оцінки фінансових показників та нормативів є звітність, підготовлена на базі Міжнародних стандартів фінансової звітності з урахуванням вимог НКЦПФР. Оцінка нефінансових показників (щодо системи управління, розкриття інформації, ринкової поведінки тощо) здійснюється шляхом перевірки дотримання встановлених вимог з урахуванням принципу суттєвості. НКЦПФР в процесі розвитку системи пруденційного нагляду поступово переходить від фокусування наглядового процесу на перевіряння дотримання фінансовою установою детальних вимог та правил до оцінки внутрішньої системи управління ризиками компанії. З цією метою НКЦПФР запроваджує застосування установами внутрішніх моделей, побудованих з дотриманням встановлених принципів. Це дозволить зменшити системний ризик при застосуванні стандартного для всіх установ підходу шляхом більш точного врахування профілю ризику кожного професійного учасника фондового ринку.

Основними цілями пруденційного нагляду є забезпечення реалізації єдиної державної політики, захист активів інвесторів і, як наслідок, посилення довіри інвесторів до фондового ринку України, запобігання настанню неплатоспроможності професійних учасників фондового ринку через застосування відповідних заходів шляхом: формування системи оцінки ризиків в діяльності професійних учасників фондового ринку та управління ними; встановлення особливостей організації та проведення внутрішнього аудиту (контролю); контролю за платоспроможністю, ліквідністю та прибутковістю професійних учасників фондового ринку; запобігання виникненню системних ризиків на фондовому ринку з метою забезпечення стійкості і надійності всього ринку в цілому; розробки принципів корпоративного управління професійних учасників фондового ринку;

прогнозування майбутніх фінансових результатів на основі аналізу отриманої інформації. Функції пруденційного нагляду покладено на Департамент систематизації та аналізу фінансової звітності учасників ринку цінних паперів та емітентів, та пруденційного нагляду – структурний підрозділ Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Основними завданнями Департаменту мають бути:

- узагальнення практики застосування чинного законодавства України з питань професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності, яка включає: депозитарну діяльність депозитарію цінних паперів; розрахунково-клірингову діяльність та діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів і розробку пропозицій щодо його вдосконалення;

- розробка проектів актів законодавства, які регулюють питання щодо умов отримання, провадження та анулювання ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку: депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, депозитарної діяльності депозитарію цінних паперів, розрахунково-клірингової діяльності за договорами щодо цінних паперів та діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів;

- розробка та впровадження системи наглядових процедур за дотриманням суб'єктами нагляду певних кількісних та якісних показників та нормативів для зменшення ризиків у їх діяльності та для запобігання системним ризикам на фондовому ринку;

- здійснення підготовки документів для видачі, переоформлення, зупинки дії або анулювання ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів – депозитарної діяльності, а саме депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, депозитарію цінних паперів, на розрахунково-клірингову діяльності, зведення реєстру власників іменних цінних паперів, та видачі дублікатів і копій таких ліцензій;

- здійснення моніторингу адміністративних даних та інформації учасників ринку цінних паперів.

До ризиків, які можуть виникати при провадженні професійної діяльності на фондовому ринку, належать такі їх види: загальний фінансовий ризик (ризик банкрутства) - ризик неможливості продовження діяльності; операційний ризик - ризик виникнення збитків, які є наслідком недосконалої роботи внутрішніх процесів та систем установи, її персоналу або результатом зовнішнього впливу. Для професійних учасників фондового ринку, що провадять депозитарну діяльність, ключовим є операційний ризик. Для вимірювання та оцінки ризиків діяльності Центрального депозитарію та депозитарних установ використовуються пруденційні нормативи: норматив достатності власних коштів; коефіцієнт покриття операційного ризику.

Ефективне функціонування депозитарної системи України неможливо без дієвих процедур фінансового контролю [201]. Внутрішній документ, що визначає систему управління ризиками при провадженні депозитарної діяльності, повинен містити: визначення видів ризиків, які виникають при провадженні депозитарної діяльності; порядок виявлення ризиків; методи вимірювання та оцінювання ризиків; заходи щодо зниження ризиків, що полягають у запобіганні та мінімізації впливу ризиків; порядок та умови застосування відповідних заходів щодо зниження ризиків; заходи з моделювання та прогнозування процесів і майбутніх результатів діяльності особи, що провадить депозитарну діяльність, на основі аналізу інформації та оцінки ризиків.

Служба внутрішнього аудиту депозитарної установи створюється вищим органом управління або наглядовою радою шляхом утворення у її складі структурного підрозділу або визначення окремої відповідальної посадової особи, не залежної від інших підрозділів депозитарної установи. Діяльність служби внутрішнього аудиту депозитарної установи здійснюється на підставі положення, яке затверджується рішенням наглядової ради, і має містити такі положення: цілі та принципи діяльності; статус, основні завдання; права та обов'язки; порядок проведення перевірок діяльності депозитарної установи та оформлення результатів перевірки; координацію

діяльності служби внутрішнього аудиту з іншими напрямками діяльності депозитарної установи.

Органами Центрального депозитарію є загальні збори акціонерів, наглядова рада, правління, ревізійна комісія. Ревізійна комісія Центрального депозитарію обирається загальними зборами з числа акціонерів або їх представників в установленому законом порядку.

Посадова особа служби внутрішнього аудиту депозитарних установ другого рівня визначається з числа їх посадових осіб. Структурний підрозділ служби внутрішнього аудиту утворюється у кількості не менше двох працівників депозитарної установи, зі складу яких призначається керівник.

Працівником структурного підрозділу, посадовою особою служби внутрішнього аудиту депозитарної установи не може бути призначена особа, яка: має судимість за корисливі злочини і за злочини у сфері господарської діяльності, не зняту або не погашену в установленому законом порядку; за вироком суду, який набрав законної сили, позбавлена права обіймати певні посади та займатися певною діяльністю; виконує обов'язки працівника, відповідального за проведення фінансового моніторингу; є головою виконавчого органу; є головним бухгалтером.

У разі звільнення або на час відсутності керівника структурного підрозділу або посадової особи служби внутрішнього аудиту депозитарна установа має призначити особу, яка тимчасово виконує обов'язки керівника структурного підрозділу або посадової особи служби внутрішнього аудиту. Служба внутрішнього аудиту депозитарної установи звітує перед наглядовою радою. Її основні завдання і функції зводяться до такого: сприяння адекватності системи внутрішнього контролю депозитарної установи та операційних процедур; здійснення неупередженої та об'єктивної оцінки фінансової, операційної, інших систем і процедур контролю, оцінка та аналіз виконання посадовими особами і персоналом депозитарної установи установчих документів, внутрішніх документів щодо провадження професійної діяльності на фондовому ринку; впровадження ефективної,

достовірної та повної інформаційної системи управління для своєчасного виявлення та усунення недоліків і порушень у здійсненні фінансових операцій; надання на схвалення наглядовій раді пропозицій з оцінки та управління ризиками, з оцінювання розміру, напряму та розподілу ризиків у діяльності депозитарної установи; своєчасне виявлення порушень та недоліків у діяльності депозитарної установи, підготовка пропозицій та опрацювання оптимальних рішень щодо їх ліквідації, усунення причин виникнення порушень та недоліків у процесі діяльності депозитарної установи; розробка рекомендацій із недопущення виникнення негативних наслідків у діяльності депозитарної установи у майбутньому; виявлення в межах своїх повноважень вчинених і запобігання майбутнім порушенням у системі внутрішнього контролю, а також попередження випадків будь-яких ризиків; виявлення сфер потенційних збитків для депозитарної установи, сприятливих умов для шахрайства, зловживань і незаконного присвоєння коштів депозитарної установи; надання наглядовій раді звітів про результати проведення внутрішнього аудиту і пропозицій щодо поліпшення чинної системи внутрішнього контролю не рідше ніж один раз на рік.

На службу внутрішнього аудиту депозитарної установи можуть покладатися інші завдання, пов'язані з діяльністю депозитарної установи.

Служба внутрішнього аудиту має право:

ознайомлюватися з усією документацією депозитарної установи та здійснювати нагляд за її поточною діяльністю, а також вимагати письмові пояснення від окремих посадових осіб та працівників щодо виявлених недоліків у роботі;

визначати відповідність дій та операцій, що здійснюються працівниками депозитарної установи, вимогам законодавства України, у тому числі нормативно-правовим актам Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, рішенням депозитарної установи, які визначають її політику та стратегію, процедуру прийняття і реалізацію рішень, організацію обліку та звітності;

перевіряти розрахунково-касові документи, правочини депозитарної установи, фінансову і статистичну звітність, іншу документацію, а у разі необхідності - наявність готівки, інших цінностей, які знаходяться у депозитарної установи;

перевіряти документи, пов'язані зі здійсненням фінансового моніторингу;

залучати у разі необхідності працівників інших структурних підрозділів депозитарної установи для виконання поставлених перед службою внутрішнього аудиту завдань (за згодою керівників структурних підрозділів);

мати безперешкодний доступ до документів, що перевіряються, а також у приміщення, що використовуються для зберігання документів, матеріальних цінностей, отримувати інформацію, яка зберігається на магнітних та інших носіях інформації;

з дозволу відповідних посадових осіб депозитарної установи знімати копії з одержаних документів, у тому числі копії файлів, копії будь-яких засобів, що зберігаються в локальних обчислювальних мережах і автономних комп'ютерних системах, а також розшифровувати ці записи;

при виявленні порушень законодавства, випадків розкрадань, допущених працівниками депозитарної установи, рекомендувати наглядовій раді або вищому органу управління депозитарної установи усунення їх від виконання обов'язків;

при встановленні фактів зловживання службовим становищем працівниками депозитарної установи повідомляти про такі випадки наглядову раду або вищий орган управління.

Органи управління депозитарної установи зобов'язані своєчасно реагувати на рекомендації служби внутрішнього аудиту.

Обов'язки служби внутрішнього аудиту:

1. Проводити перевірки з метою здійснення оцінки адекватності та ефективності системи внутрішнього контролю депозитарної установи, її

відповідності ступеню потенційного ризику, притаманного різним сферам діяльності депозитарної установи, а також оцінювати його.

2. Забезпечувати організацію постійного контролю за дотриманням працівниками депозитарної установи встановлених процедур проведення операцій, функцій та повноважень згідно з покладеними на них обов'язками.

3. Проводити розгляд фактів порушень працівниками депозитарної установи законодавства, в тому числі нормативно-правових актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку та стандартів професійної діяльності, внутрішніх документів, які регулюють діяльність депозитарної установи.

4. Інформувати виконавчий орган депозитарної установи про недопущення дій, результатом яких може стати порушення законодавства, у тому числі нормативно-правових актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

5. Розробляти рекомендації щодо усунення виявлених порушень, покращення системи внутрішнього аудиту та здійснювати контроль за їх виконанням.

6. Забезпечувати схоронність та повернення одержаних від працівників депозитарної установи документів на всіх носіях.

7. Забезпечувати повноту документування кожного факту перевірки, оформлювати письмово висновки, де мають бути відображені усі питання, вивчені під час перевірки.

Внутрішній аудит депозитарної установи передбачає такі етапи:

отримання повної інформації з питань, що перевіряються;

складання та виконання плану перевірки, в якому мають бути відображені мета та процедури перевірки з урахуванням інформації про питання, що перевіряються;

проведення перевірки отриманої інформації на достовірність, оцінка ризику за операціями, що допомагає визначити, яку фінансову звітність

необхідно проаналізувати, який розмір вибірки використати і які види аналітичних процедур провести;

здійснення документального підтвердження виконання всіх процедур проведення внутрішнього аудиту шляхом підготовки документації аудиторської перевірки;

складання висновку щодо результатів перевірки внутрішнього аудиту депозитарної установи.

За результатами проведення перевірки внутрішнього аудиту депозитарної установи складається висновок, у якому викладаються виявлені недоліки та порушення, що характеризують проведення відповідних фінансових операцій. У висновку мають зазначатися причини, що створили умови для здійснення порушень, та надаватися пропозиції про прийняття заходів щодо їх усунення. Висновок повинен містити оцінку стану діяльності депозитарної установи та направлятися наглядовій раді.

НКЦПФР здійснює контроль за роботою служби внутрішнього аудиту депозитарної установи під час проведення перевірки депозитарної установи. У разі необхідності вона може витребувати у депозитарній установи звіт про роботу служби внутрішнього аудиту за певний період часу його діяльності, а також іншу інформацію щодо діяльності служби внутрішнього аудиту депозитарної установи.

До ризиків, які можуть виникати при провадженні депозитарної діяльності Центральним депозитарієм, депозитарною установою та при провадженні клірингової діяльності, належать такі їх види: ризик настання неплатоспроможності та банкрутства (фінансовий ризик); технічний ризик; операційний ризик; правовий ризик; ризик втрати ділової репутації; ризик настання форс-мажорних обставин [202].

Ризик настання неплатоспроможності та банкрутства депозитарної установи може виникнути при погіршенні її фінансового стану, якості активів, структури капіталу, при виникненні збитків від його діяльності. Для вимірювання та оцінки фінансового ризику застосовується метод

коефіцієнтного аналізу. Технічний ризик - це ризик виникнення збитків, пов'язаний з недосконалою роботою процесів та систем установи або їх недостатнім захистом, який включає ризик збою у роботі програмного та технічного забезпечення, обладнання, інформаційних систем, засобів комунікації та зв'язку, ризик, пов'язаний з цілісністю даних та носіїв інформації, ризик несанкціонованого доступу до інформації сторонніх осіб та інші ризики. Операційний ризик - це ризик виникнення збитків, пов'язаний із діями або бездіяльністю персоналу установи (людським фактором), що впливає з її операцій та обумовлений недоліками у внутрішніх системах та процедурах управління, організації та контролю в установі, який включає ризик допущення помилки при проведенні операції, здійснення неправомірних операцій, пов'язане з недостатньою кваліфікацією або із зловживанням персоналу, ризик розголошення інсайдерської інформації та інші ризики. Правовий ризик - це ризик виникнення збитків, пов'язаний з недостатньою правовою захищеністю установи або з правовими помилками, яких припускається установа при провадженні діяльності (у тому числі пов'язаний з людським фактором). Репутаційний ризик - це ризик виникнення збитків, пов'язаний зі зменшенням кількості клієнтів або контрагентів установи через виникнення у суспільстві несприятливого сприйняття установи, зокрема її фінансової стійкості, якості послуг, що надаються установою, або її діяльності в цілому, який є наслідком реалізації фінансового, операційного, технічного та правового ризиків. Ризик настання форс-мажорних обставин - це ризик виникнення збитків від настання невідворотних обставин, у тому числі обставин непереборної сили, що неможливо передбачити, які призводять або створюють передумови для виникнення збоїв у роботі установи або безпосередньо перешкоджають її нормальному функціонуванню.

До ризиків, що можуть виникати при здійсненні установою клірингової діяльності, належать такі види ризиків: ринковий ризик; кредитний ризик; ризик ліквідності; системний ризик. Ринковий ризик - це ризик виникнення

збитків, пов'язаних з несприятливою зміною цін на фінансовому ринку, який виникає в установи, що є стороною договору щодо цінних паперів, внаслідок невиконання зобов'язань іншою стороною договору. Розмір збитків у цьому випадку пов'язаний із необхідністю придбання непоставленого активу за несприятливими цінами. Кредитний ризик – це ризик виникнення збитків в установи, що є стороною договору щодо цінних паперів, унаслідок невиконання в повному обсязі або неповного виконання іншою стороною договору фінансових зобов'язань перед установою за договором. Розмір збитків у цьому випадку пов'язаний із сумою невиконаного зобов'язання.

Ризик ліквідності - це ризик виникнення збитків в установи, що є стороною договору щодо цінних паперів, унаслідок неможливості своєчасного виконання в повному обсязі (несвоєчасного виконання) своїх фінансових зобов'язань іншою стороною договору внаслідок відсутності достатнього обсягу високоліквідних активів. Розмір збитків у цьому випадку пов'язаний із необхідністю залучення установою грошових коштів або інших активів для виконання інших зобов'язань. Системний ризик - це ризик виникнення збитків у інших учасників клірингу внаслідок неможливості виконання ними своїх зобов'язань у зв'язку з невиконанням (несвоєчасним виконанням) зобов'язань одним учасником унаслідок реалізації у нього кредитного ризику або ризику ліквідності, що може призвести до неможливості завершення усіх розрахунків. Розмір збитків у цьому випадку визначається сумою збитків усіх учасників, що задіяні у процесі неплатежів.

Для кількісного вимірювання фінансових ризиків торговців цінними паперами використовуються такі показники [203]: мінімальний розмір регулятивного капіталу; норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу, норматив адекватності капіталу першого рівня; коефіцієнт фінансового левериджу; коефіцієнт абсолютної ліквідності (рис. 3.1).

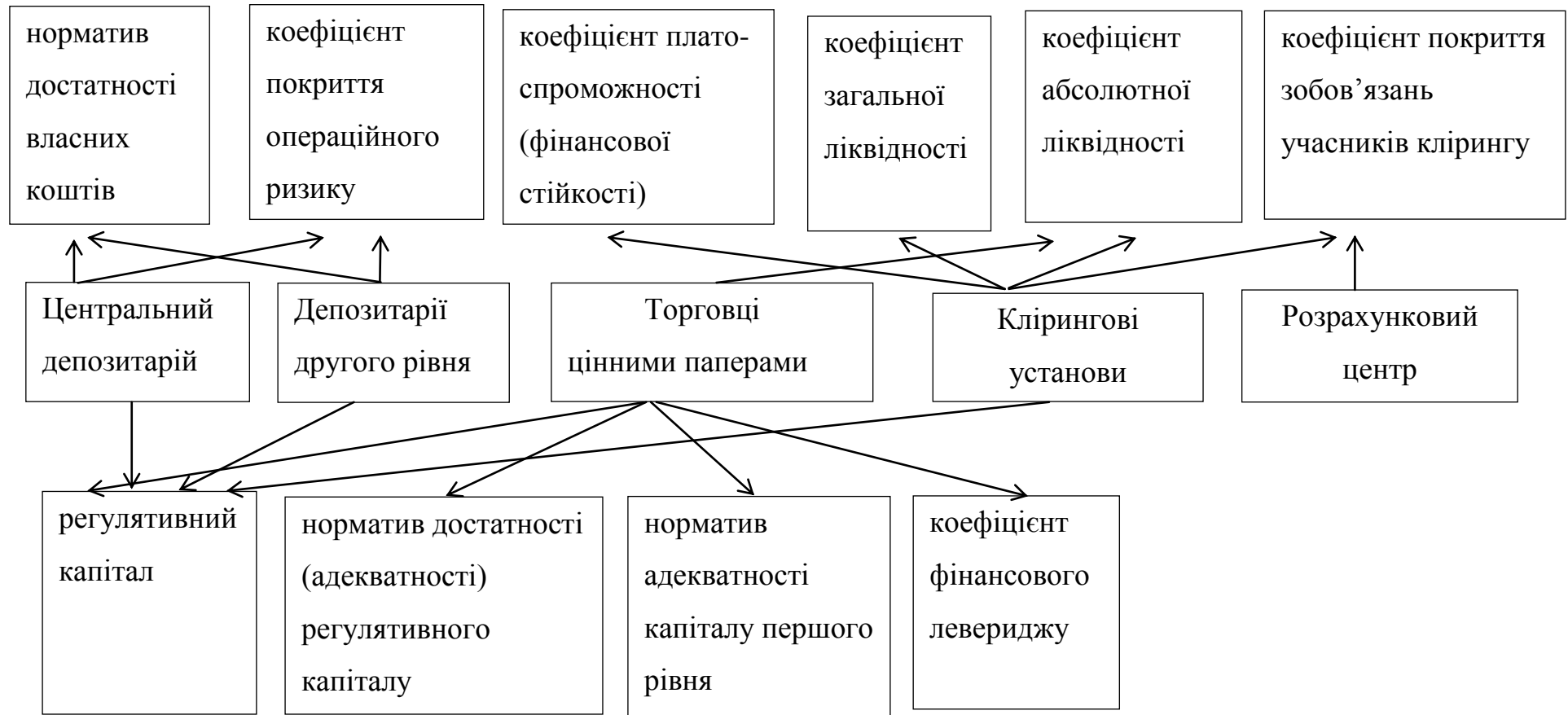


Рис. 3.1. Система аналітичних показників діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку

Мінімальний розмір регулятивного капіталу торговця цінними паперами повинен становити не менше 75 відсотків від мінімального розміру статутного капіталу, встановленого законодавством для відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку - діяльності з торгівлі цінними паперами, а саме брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу та управління цінними паперами. Регулятивний капітал (власні кошти) - капітал, який установа може використовувати на покриття негативних фінансових наслідків реалізації ризиків, що виникають при провадженні нею професійної діяльності на фондовому ринку. Регулятивний капітал складається з капіталу першого рівня та капіталу другого рівня. Капітал першого рівня включає: фактично сплачений зареєстрований статутний капітал (величина зареєстрованого статутного капіталу за вирахуванням вилученого та неоплаченого капіталу); резервний капітал (сума резервів, створених відповідно до законодавства або установчих документів за рахунок нерозподіленого прибутку); додатковий капітал; нерозподілений прибуток на початок звітного року; прибуток поточного року у разі підтвердження його розміру аудиторським висновком (звітом).

Розмір капіталу першого рівня зменшується на суму: простроченої понад 30 днів дебіторської заборгованості; довгострокової дебіторської заборгованості, термін сплати якої не настав; довгострокової дебіторської заборгованості, яку було пролонговано та термін сплати якої не настав; короткострокової дебіторської заборгованості, сумарний строк пролонгації якої перевищує 30 днів та термін сплати якої не настав; нематеріальних активів за залишковою вартістю; капітальних вкладень у нематеріальні активи; непокритого збитку на початок звітного року; збитків поточного року; фінансових інвестицій у статутний капітал підприємств (крім публічних акціонерних товариств) у разі, якщо загальна сума таких інвестицій перевищує 15 % статутного капіталу установи, у розмірі такого перевищення; фінансових інвестицій у фінансові установи у розмірі 10 і більше відсотків їх статутного капіталу; балансової вартості цінних паперів,

що не перебувають в біржовому списку принаймні однієї з фондових бірж (у тому числі торгівля якими на фондових біржах заборонена законодавством України), крім цінних паперів, емітованих або виданих центральними органами виконавчої влади, місцевими органами виконавчої влади, Національним банком України та Державною іпотечною установою, а також цінних паперів міжнародних фінансових організацій; гудвілу; векселів придбаних та одержаних, якщо цінні папери векселедавця не перебувають у біржовому реєстрі принаймні однієї з фондових бірж, та векселів, виданих фізичними особами; відстрочених податкових активів; витрат майбутніх періодів.

Капітал другого рівня складається з таких елементів: внески до незареєстрованого статутного капіталу; капітал у дооцінках. Капітал другого рівня не може бути більше капіталу першого рівня. Під час розрахунку регулятивного капіталу не допускається неодноразове врахування елементів капіталу.

Норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу (НДРК) відображає наявність у установи достатнього капіталу для негайного виконання своїх зобов'язань і розраховується як відношення розміру регулятивного капіталу установи до суми активів, зважених за ступенем ризику. Він розраховується за формулою:

$$\text{НДРК} = \frac{\text{Регулятивний капітал}}{\sum_{n=1}^{\infty} A_n * K_n}, \quad (3.1)$$

де A_n – вартість активів n-ї групи, розподілених за ступенем ризику;

K_n – коефіцієнти зваження, що відображають ступінь ризикованості відповідних груп активів.

Активи поділяються на 5 груп залежно від ступеня ризику:

1) I група активів зі ступенем ризику 0 відсотків ($K_1 = 0$): готівкові кошти; кошти на поточних рахунках та депозити до запитання в банках, крім банків, у яких запроваджено тимчасову адміністрацію, та доходи, нараховані за ними; державні цінні папери, цінні папери, гарантовані державою, та

доходи, нараховані за ними (в тому числі цінні папери, емітовані (випущені) іноземною державою або відповідним державним органом іноземної держави, яка має міжнародний кредитний рейтинг не нижче інвестиційного рівня за класифікацією міжнародного рейтингового агентства, яке включене до переліку міжнародних рейтингових агентств, визнаних НКЦПФР);

2) II група активів зі ступенем ризику 20 відсотків ($K_2 = 0,2$): депозити в банках, крім банків, у яких запроваджено тимчасову адміністрацію, та доходи, нараховані за ними; цінні папери, які перебувають у біржовому реєстрі хоча б однієї з фондових бірж, крім цінних паперів венчурних інвестиційних фондів; цінні папери іноземних емітентів, що перебувають в основному лістингу іноземної фондової біржі, яка є членом Світової федерації бірж;

3) III група активів зі ступенем ризику 50 відсотків ($K_3 = 0,5$): цінні папери, які не перебувають у біржовому реєстрі хоча б однієї з фондових бірж, крім цінних паперів венчурних інвестиційних фондів; заставні; векселі придбані та одержані, якщо цінні папери векселедавця перебувають у біржовому реєстрі принаймні однієї з фондових бірж; цінні папери венчурних інвестиційних фондів, які перебувають у біржовому реєстрі хоча б однієї з фондових бірж;

4) IV група активів зі ступенем ризику 100 відсотків ($K_4 = 1$): кошти на поточних рахунках та депозити в банках, у яких запроваджено тимчасову адміністрацію; цінні папери емітентів, рішення про зупинення торгівлі якими на будь-якій фондовій біржі прийнято Комісією; цінні папери венчурних інвестиційних фондів, які не перебувають у біржовому реєстрі хоча б однієї з фондових бірж; векселі придбані та одержані, якщо цінні папери векселедавця не перебувають у біржовому реєстрі принаймні однієї з фондових бірж, та векселі, видані фізичними особами; нематеріальні активи за залишковою вартістю; незавершені капітальні інвестиції; довгострокова дебіторська заборгованість, термін сплати якої не настав; довгострокова дебіторська заборгованість, яку було пролонговано та термін сплати якої не

настав; короткострокова дебіторська заборгованість, сумарний строк пролонгації якої перевищує 30 днів та термін сплати якої не настав; витрати майбутніх періодів; активи, які не увійшли до інших груп активів;

5) V група активів зі ступенем ризику 150 відсотків ($K5 = 1,5$): цінні папери емітентів, щодо яких проводиться процедура ліквідації, обіг цінних паперів яких зупинено або щодо яких встановлено обмеження операцій у системі депозитарного обліку на підставі рішення суду, рішення Комісії або на інших підставах, установлених законодавством; прострочена понад 30 днів дебіторська заборгованість.

Нормативне значення нормативу адекватності регулятивного капіталу для торговця цінними паперами становить не менше 6 відсотків.

Для вимірювання та оцінки ризиків депозитарної діяльності Центрального депозитарію та депозитарних установ другого рівня використовуються такі показники: регулятивний капітал, норматив достатності власних коштів; коефіцієнт покриття операційного ризику. Мінімальний розмір регулятивного капіталу Центрального депозитарію повинен становити не менше мінімального розміру статутного капіталу, який повинен бути в розмірі не менш як 100 млн. грн. Мінімальний розмір регулятивного капіталу депозитарної установи другого рівня повинен становити не менше мінімального розміру статутного капіталу, який має бути не менш як 7 млн. грн.

Норматив достатності власних коштів є показником, що відображає здатність депозитарної установи утримувати власні кошти в розмірі, достатньому для покриття його фіксованих накладних витрат протягом 3 місяців, навіть за умови відсутності доходів протягом цього часу. Нормативне значення нормативу достатності власних коштів для депозитарної установи становить не менше 1. Норматив достатності власних коштів (НДВК) розраховується як відношення розміру власних коштів до величини, що становить 25 % від фіксованих накладних витрат установи за попередній фінансовий рік, за формулою:

$$\text{НДВК} = \frac{\text{власні кошти}}{0,25 * \text{Фіксовані накладні витрати}}, \quad (3.2)$$

Фіксовані накладні витрати визначаються як постійні витрати установи за попередній фінансовий рік на підставі даних річної фінансової звітності. Постійними витратами установи є загальногосподарські витрати на обслуговування та управління нею, що залишаються незмінними або майже незмінними при зміні обсягу діяльності установи, до яких, зокрема, відносяться: загальні корпоративні витрати (організаційні витрати, витрати на проведення річних та інших зборів органів управління, представницькі витрати тощо), витрати на утримання адміністративно-управлінського персоналу, витрати на службові відрядження, витрати на утримання основних засобів, інших матеріальних необоротних активів загальногосподарського призначення (оренда, амортизація, ремонт, страхування майна, комунальні послуги), витрати на оплату послуг зв'язку, винагороди за консультаційні, інформаційні, аудиторські та інші послуги, плата за розрахунково-касове обслуговування та інші послуги банків, витрати на охорону приміщень.

Коефіцієнт покриття операційного ризику відображає здатність Центрального депозитарію забезпечувати покриття своїх операційних ризиків власними коштами на рівні 15 % від його середньорічного позитивного нетто-доходу за 3 попередні фінансові роки. Нормативне значення коефіцієнта покриття операційного ризику для депозитарної установи становить не менше 1. Величина операційного ризику (ВОР) розраховується за формулою:

$$\text{ВОР} = \frac{\sum_{i=1}^n D_i}{n} * 0,15, \quad (3.3)$$

де D_i - позитивний нетто-дохід установи за i -й рік;

n - кількість фінансових років із попередніх трьох, що передують даті розрахунку, в яких нетто-дохід був позитивний.

Нетто-дохід є величиною, що включає такі складові, які визначаються на підставі даних фінансової звітності і включаються до розрахунку з додатним або від'ємним знаком: чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг); собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг); інші операційні доходи; інші фінансові доходи; фінансові витрати. До нетто-доходу установи не включаються результати операцій, що виникли внаслідок надзвичайних та/або форс-мажорних обставин, а також дохід, отриманий у вигляді страхових виплат. Якщо установа провадить професійну діяльність на фондовому ринку менше ніж три роки, до розрахунку береться річний нетто-дохід за кількість повних фінансових років здійснення установою професійної діяльності на фондовому ринку.

Для кількісного вимірювання та оцінки фінансових ризиків особи, що провадить клірингову діяльність (крім Розрахункового центру), використовуються такі показники: мінімальний розмір регулятивного капіталу, коефіцієнт покриття зобов'язань учасників клірингу; коефіцієнт платоспроможності (фінансової стійкості); коефіцієнт загальної ліквідності; коефіцієнт абсолютної ліквідності. Мінімальний розмір регулятивного капіталу особи, що провадить клірингову діяльність, повинен становити не менше мінімального розміру статутного капіталу, який встановлено для акціонерного товариства у розмірі 1250 мінімальних заробітних плат, виходячи зі ставки мінімальної заробітної плати. Нормативне значення має бути не менше: для коефіцієнта платоспроможності (фінансової стійкості) - не менше 0,5 (позитивною є тенденція збільшення значення показника до 1, для коефіцієнта загальної ліквідності - не менше 1 (позитивною є тенденція до збільшення значення показника), для коефіцієнта абсолютної ліквідності - не менше 0,2 (позитивною є тенденція до збільшення значення показника).

Коефіцієнт платоспроможності (фінансової стійкості) розраховується як відношення розміру власного капіталу установи до балансової вартості активів. Він відображає питому вагу власних коштів у загальній вартості засобів, що використовуються установою у її діяльності (авансованих у

діяльність установи), та характеризує фінансову стійкість установи, а також незалежність від зовнішніх джерел фінансування її діяльності. Нормативне значення коефіцієнта платоспроможності (фінансової стійкості) для депозитарної установи має бути не менше 0,5. Позитивною є тенденція збільшення значення показника до 1.

Коефіцієнт фінансування (заборгованості) розраховується як відношення розміру залучених коштів установи, який обчислюється як різниця між підсумком балансу та розміром власного капіталу, до власного капіталу установи. Він відображає кількість залучених коштів, що припадає на одиницю власних коштів установи, та характеризує забезпеченість заборгованості установи її власним капіталом, а також залежність від залучених засобів. Нормативне значення коефіцієнта фінансування (заборгованості) для депозитарної установи має бути не більше 1. Позитивною є тенденція до зменшення значення показника.

Коефіцієнт загальної ліквідності розраховується як відношення балансової вартості оборотних активів установи до величини її поточних зобов'язань. Він відображає частину поточних зобов'язань, яку установа зможе погасити, якщо реалізує усі свої оборотні активи, та характеризує спроможність установи виконувати свої поточні зобов'язання за рахунок оборотних активів.

Коефіцієнт абсолютної ліквідності розраховується як відношення вартості високоліквідних активів установи, до яких належать грошові кошти, їх еквіваленти та поточні фінансові інвестиції, до величини її поточних зобов'язань. Він відображає частину поточних зобов'язань, яку установа зможе погасити негайно, та характеризує достатність високоліквідних активів установи для того, щоб терміново ліквідувати її поточну заборгованість.

Коефіцієнт покриття зобов'язань учасників клірингу є показником для оцінки здатності особи, що провадить клірингову діяльність, забезпечити виконання зобов'язань учасників клірингу за договорами щодо цінних

паперів, тобто гарантувати проведення розрахунків за зобов'язаннями навіть за умов, якщо усі зобов'язання учасників клірингу, що є однією зі сторін розрахунків, щодо яких визначено від'ємне сумарне значення обов'язків щодо переказу грошових коштів за підсумками клірингу, у визначений термін не будуть виконані. Він розраховується як відношення суми зобов'язань у грошових коштах клієнтів особи, що провадить клірингову діяльність за підсумками клірингу щодо договорів купівлі-продажу цінних паперів, термін виконання зобов'язань за якими настав, до суми вартості попередньо зарезервованих учасниками клірингу грошових коштів (забезпечення зобов'язань) та розміру гарантійного (або інших аналогічного призначення) фонду. Зазначений показник є інструментом оцінки впливу ринкового, кредитного ризиків, ризику ліквідності, а також системного ризику як наслідку дії зазначених ризиків, що виникають в учасників процесу клірингу, на рівень ризику, якому піддається особа, що провадить клірингову діяльність, яка опосередковано приймає на себе зазначені ризики сторін договорів щодо цінних паперів. Нормативне значення коефіцієнта покриття зобов'язань учасників клірингу має бути не більше 1.

Для кількісного вимірювання та оцінки ризиків Розрахункового центру як особи, що провадить клірингову діяльність (або особи, що провадить клірингову діяльність та здійснює функції центрального контрагента), використовується коефіцієнт покриття зобов'язань учасників клірингу. Його нормативне значення має бути не більше 1.

Для ефективного запобігання та мінімізації впливу ризиків депозитарна установа має розробити власну систему відповідних заходів, що відповідає обсягу та характеру діяльності такої установи, із урахуванням її профілю ризиків. До обов'язкових елементів внутрішньої системи заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків установи належать: система внутрішнього контролю та аудиту; система корпоративного управління.

Залежно від обсягу та характеру своєї діяльності депозитарна установа повинна створити структурний підрозділ або призначити відповідального

працівника, до повноважень якого має належати реалізація функцій СУР, який має бути відокремленим (незалежним) від підрозділів, з діяльністю яких пов'язано виникнення ризиків.

Депозитарна установа повинна розробити та затвердити її вищим органом управління або наглядовою радою (у разі її створення) внутрішній документ, який регламентує функціонування СУР та визначає профіль ризиків установи і систему заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків на діяльність установи, а також встановлює права й обов'язки та розподіляє відповідальність між структурними підрозділами, посадовими особами та працівниками установи у процесі управління ризиками.

Головними завданнями СУР є: виявлення ризиків; вимірювання ризиків; якісне та кількісне оцінювання ризиків; визначення заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків; моніторинг ризиків; контроль за прийнятним для установи рівнем ризику; проведення моделювання та прогнозування процесів та майбутніх результатів діяльності установи на основі аналізу інформації та оцінки ризиків; визначення ефективності СУР та її удосконалення.

Депозитарною установою має бути визначено заходи для запобігання та мінімізації усіх видів ризиків відповідно до профілю ризиків установи: контроль фінансового стану підприємства, якості його активів, структури капіталу й відповідне коригування у разі появи ознак їх погіршення.

До заходів з мінімізації впливу технічного ризику можна віднести:

використання надійних технічних, програмних, інформаційних, технологічних систем і засобів комунікації та зв'язку, які відповідають кількості, складності та обсягу операцій установи;

забезпечення безперебійного функціонування програмно-технічних засобів та обладнання, за допомогою яких здійснюється операційна діяльність установи, у тому числі безперебійного електроживлення;

застосування засобів захисту інформації на всіх етапах її обробки та зберігання;

дублювання та архівування інформації;

організація контролю доступу до інформації та приміщень установи сторонніх осіб тощо.

До заходів з мінімізації впливу операційного ризику можна віднести:

виважену політику підбору кваліфікованих кадрів, зокрема встановлення жорсткіших критеріїв відбору персоналу та додаткових вимог до його кваліфікації та дисциплінованості;

проведення навчання та підвищення кваліфікації персоналу;

обмеження доступу до інсайдерської інформації та інформації з обмеженим доступом;

перевірку правомірності та безпомилковості проведених операцій;

чітке розмежування повноважень та обов'язків окремих структурних підрозділів, а також окремих працівників у складі підрозділу, регламентування їх повноважень та обов'язків відповідними положеннями про структурні підрозділи та посадовими інструкціями працівників;

контроль за дотриманням визначених відповідними положеннями про структурні підрозділи та посадовими інструкціями працівників повноважень та обов'язків, зокрема шляхом створення системи внутрішнього контролю та аудиту;

наявність внутрішніх інструкцій установи, що регламентують порядок взаємодії окремих структурних підрозділів установи між собою у процесі здійснення діяльності, у тому числі при суміщенні установою декількох видів професійної діяльності на фондовому ринку, що вимагає їх провадження окремими структурними підрозділами установи;

встановлення ефективних процедур вирішення корпоративних та особистих конфліктів, зокрема шляхом створення системи корпоративного управління тощо.

До заходів з мінімізації впливу правового та репутаційного ризику можна віднести:

чітке розмежування повноважень та відповідальності між органами управління, посадовими особами, окремими структурними підрозділами та працівниками установи, регламентування їх повноважень та обов'язків відповідними положеннями про структурні підрозділи та посадовими інструкціями працівників;

своєчасне інформування структурних підрозділів та працівників установи про зміни у законодавстві, а також у внутрішніх документах установи;

аналіз скарг та претензій щодо діяльності установи з боку клієнтів та контрагентів;

розробку типових форм договорів та інших документів;

попередження порушень вимог нормативно-правових актів установою, зокрема шляхом створення системи внутрішнього контролю та аудиту тощо.

Ризик ліквідності, ринковий, кредитний, системний ризики виникають в учасників клірингу і не є безпосередньо ризиками особи, що провадить клірингову діяльність, але у зв'язку з тим, що здійснення зазначеною установою клірингу передбачає забезпечення та гарантування виконання зобов'язань за договорами щодо цінних паперів учасників клірингу, вона опосередковано приймає на себе зазначені ризики сторін договорів, щодо яких здійснюється кліринг, а отже, повинна здійснювати управління зазначеними ризиками, у тому числі створити та застосовувати систему управління ризиками невиконання або неналежного виконання зобов'язань, що виникають за договорами щодо цінних паперів.

Механізмом зниження ризиків невиконання або неналежного виконання зобов'язань щодо договорів з цінними паперами особи, що провадить клірингову діяльність може бути:

обов'язкове стовідсоткове попереднє депонування та резервування коштів та цінних паперів або інших фінансових інструментів;

часткове (або таке, що відсутнє) попереднє депонування та резервування коштів і цінних паперів або інших фінансових інструментів з обов'язковим створенням СУР та системи гарантій.

Якщо механізмом зниження ризиків невиконання або неналежного виконання зобов'язань щодо договорів з цінними паперами особи, що провадить клірингову діяльність обрано обов'язкове стовідсоткове депонування та резервування коштів та цінних паперів або інших фінансових інструментів, то установа повинна здійснювати контроль за дотриманням обсягу договорів, що приймаються до клірингу, у межах сум зарезервованих коштів та депонованих цінних паперів. Крім того, для мінімізації операційного ризику особа, що провадить клірингову діяльність може створити резервний (страховий) фонд за рахунок нерозподіленого прибутку для забезпечення виконання зобов'язань учасника клірингу у випадку недостатності коштів для завершення розрахунків у зв'язку з помилкою особи, що провадить клірингову діяльність. Якщо механізмом зниження ризиків невиконання або неналежного виконання зобов'язань за договорами щодо цінних паперів особою, що провадить клірингову діяльність обрано часткове (або таке, що відсутнє) попереднє депонування та резервування коштів та цінних паперів або інших фінансових інструментів, то відповідними заходами щодо мінімізації ризику незавершення розрахунків можуть бути: встановлення та контроль за дотриманням ліміту незабезпеченої частини договору; створення гарантійного (або іншого аналогічного призначення) фонду за рахунок: внесків учасників клірингу для забезпечення виконання зобов'язань учасників клірингу за договорами щодо цінних паперів, щодо яких здійснюється кліринг, нерозподіленого прибутку особи, що провадить клірингову діяльність для забезпечення виконання зобов'язань учасника клірингу у випадку недостатності коштів для завершення розрахунків у зв'язку з помилкою особи, що провадить клірингову діяльність; страхування особи, що провадить клірингову

діяльність від збитків у випадку неплатоспроможності учасника клірингу; інші дії, що не суперечать законодавству.

Установи здійснюють розрахунок пруденційних нормативів станом на кінець останнього дня кожного місяця (крім розрахунку коефіцієнта покриття зобов'язань учасників клірингу, який розраховується кожний робочий день) та забезпечують його фіксацію і зберігання на паперових носіях або в електронному вигляді. Інформація про результати розрахунку пруденційних нормативів та дані, на основі яких здійснювався розрахунок зазначених показників, подаються до НКЦПФР у встановлені строки.

Пруденційний нагляд за депозитарною та кліринговою діяльністю, що здійснюється НКЦПФР, базується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану установи, контролі дотримання обов'язкових нормативів та інших показників та вимог, що обмежують ризики за операціями цих установ, а також на оцінці якості елементів внутрішньої системи заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків установи, а саме внутрішньої СУР установи, системи внутрішнього контролю та аудиту, а також системи корпоративного управління.

Депозитарна установа ТОВ «Креміль-Брок» (Код ЄДРПОУ 37015651) здійснює діяльність за кодом КВЕД 67.12.0 – Біржові операції з фондовими цінностями та має код міждепозитарного обліку депозитарної установи в Центральному депозитарії 100024-UA40402941. Оскільки ТОВ «Креміль-Брок» поєднує депозитарну діяльність з діяльністю з торгівлі цінними паперами, то установа розраховує пруденційні нормативи, визначені для торговця цінними паперами (рис. 3.2). 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.

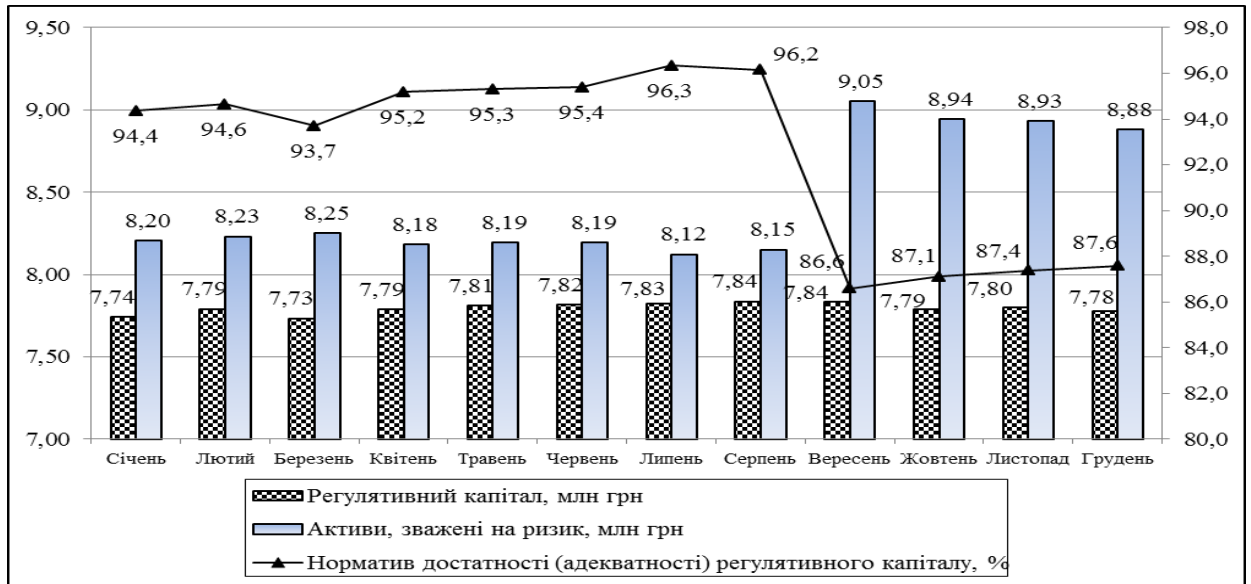


Рис. 3.2. Динаміка пруденційних нормативів депозитарної установи ТОВ «Кремій-Брок» у 2015 р.

Утім значна частина торговців цінними паперами (близько третини) не виконує вимоги до мінімального розміру регулятивного капіталу (рис. 3.3).

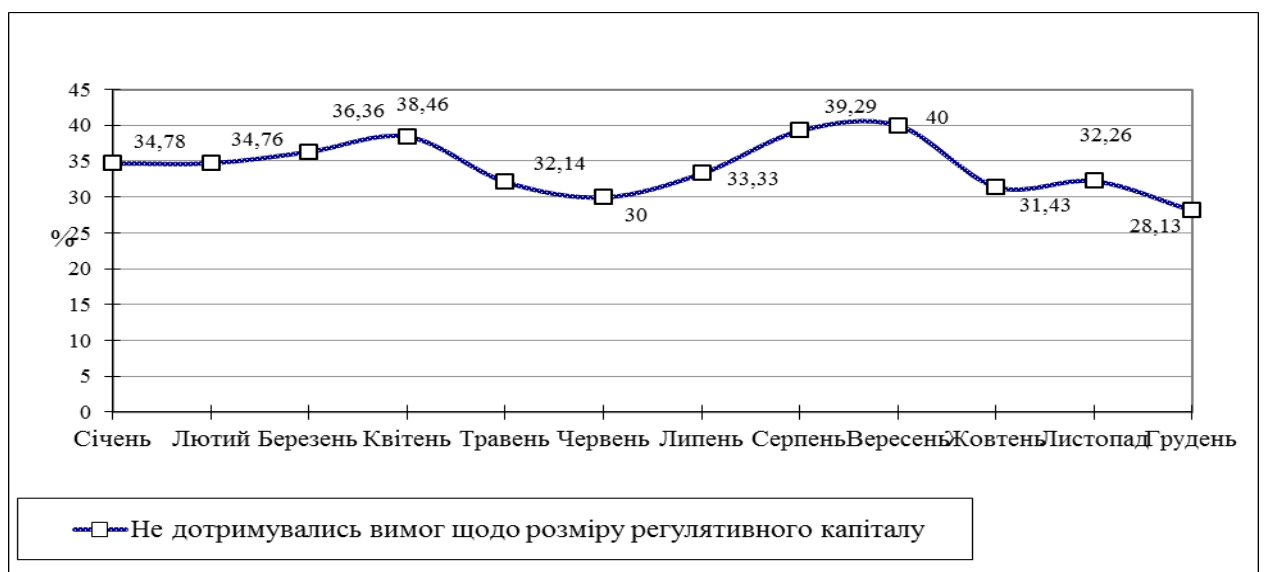


Рис. 3.3. Динаміка частки торговців цінними паперами, які не дотримувались вимог щодо регулятивного капіталу у 2015 р., %

Позитивною тенденцією є скорочення частки торговців цінними паперами, які не дотримувались вимог щодо регулятивного капіталу у 2015 р., із 34,78% д 28,13%. Таким чином, запроваджені механізми пруденційного регулювання депозитарних установ сприятимуть підвищенню фінансової дисципліни на фондовому ринку і будуть зменшувати ризики його функціонування.

3.3. Науково-методичний підхід до удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем

Учасники біржової торгівлі, яка залежно від виконуваних ними функцій поділяються на дві групи: основні та допоміжні. Важливим завданням основних учасників фондової біржі є забезпечення активного та прозорого процесу купівлі-продажу цінних паперів та захист інтересів членів біржової торгівлі. До цієї групи належать: емітенти та інвестори, інститути-регулятори та спеціальні органи державного регулювання. Важливим завданням допоміжних учасників біржової торгівлі є забезпечення надійного та своєчасного виконання укладених на фондовій біржі угод із цінними паперами. До цієї групи належать: депозитарії, клірингово-розрахункові установи, трастові інститути, спеціальні гарантійні фонди. Вказаний поділ учасників фондової біржі враховує пріоритетне значення емітентів, інвесторів та органів державного регулювання у здійсненні біржових операцій та відображає потребу в наявності допоміжних організацій для обслуговування таких операцій [204, с. 8].

Центральний депозитарій надає послуги з обслуговування біржового розміщення цінних паперів на організаторі торгівлі. Він уклав договори про обмін інформацією з наступними фондовими біржами: ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива», ПАТ «Фондова біржа ПФТС», ПрАТ «Українська фондова біржа», ПрАТ «Придніпровська фондова біржа», ПАТ «Київська Міжнародна

Фондова Біржа», ПрАТ «Фондова біржа «ІННЕКС», ПАТ «Українська біржа», ПрАТ «Українська Міжнародна Фондова Біржа». Обмін інформацією з Центральним депозитарієм проводиться в рамках послуги «Система електронного документообігу», яка надається Центральним депозитарієм. Для її активації клієнт (емітент або депозитарна установа, що є особою, визначеною на надання емітенту реєстру власників іменних цінних паперів) надсилає на адресу Центрального депозитарію Заяву щодо використання засобів для захищеного обміну даними.

Завдяки залученню фондових бірж, з якими встановлено договірні відносини, Центральний депозитарій забезпечує біржове розміщення випуску цінних паперів, за якими емітент депонував глобальний/тимчасовий глобальний сертифікат в Центральному депозитарії. Біржове розміщення випуску є одним із факторів підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів, розвитку акціонерної історії компанії, становлення правильної корпоративної структури.

Обіг та розміщення випущених емітентом цінних паперів на біржовому ринку дозволить: пройти процедури лістингу, що саме по собі є ознакою класу емітента і його цінних паперів; забезпечити ліквідність компанії, встановити її справедливую ціну; підвищити рівень ліквідності цінних паперів на вторинному ринку; сформуванню ринкової вартості цінних паперів; залучити додаткові кошти завдяки проведенню публічного розміщення цінних паперів.

Успішне проведення публічного розміщення цінних паперів на біржі – це важливий крок для будь-якого українського емітента, який дозволяє акумулювати необхідні для здійснення певних інвестиційних програм кошти, шляхом використання сучасних механізмів біржової інфраструктури ринку. Крім того, це цивілізований спосіб запропонувати випущені цінні папери більш широкому колу інвесторів та створити передумови для динамічного просування емітента як на вітчизняному, так і на світових фондових ринках.

ПАТ «Національний депозитарій України» як Центральний депозитарій здійснює розрахунки за правочинами щодо цінних паперів, вчиненими при

розміщенні цінних паперів емітентів на фондових біржах, якщо проводяться розрахунки без дотримання принципу «поставка цінних паперів проти оплати» за наступною схемою. Емітент надає розпорядження Центральному депозитарію переказати цінні папери на блокувальний рахунок. Після проведення бокування Центральний депозитарій формує та надає фондовій біржі відомість зарезервованих цінних паперів, яка є підставою для укладання правочинів. Після отримання інформації про них Центральний депозитарій надсилає депозитарним установам електронні повідомлення про вчинені правочини щодо цінних паперів на фондовій біржі. Після їх автоматичної перевірки депозитарними установами Центральний депозитарій здійснює переказ цінних паперів, заблокованих на рахунок емітента, на рахунки у цінних паперах депозитарних установ для подальшого їх зарахування на рахунки у цінних паперах нових власників. Після завершення переказів Центральний депозитарій надсилає фондовій біржі інформацію щодо виконання/невиконання кожного правочину щодо цінних паперів.

Формування інформаційних і технологічних потоків у взаємодії біржової системи з учасниками депозитарної, платіжної, клірингової та торгової систем дозволить знизити ризики комунікаційної взаємодії та операційні ризики [205, с. 16].

Для удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем пропонується:

використання сегрегованих рахунків на рівні центрального депозитарію депозитарною установою, що забезпечують зберігання ЦП клієнтів окремо від коштів компанії та захист капіталу клієнта від ризиків будь-яких форс-мажорних ситуацій, пов'язаних з її діяльністю компанії. При цьому, рахунок відкривається депозитарній установі, яка обліковує права на цінні папери відповідного депонента;

виплата доходів емітентом виключно через депозитарну систему і забезпечення зберігання коштів на рахунках депозитарної установи до моменту виплати депоненту. Це забезпечує рух грошових коштів при

виплатах здійснюється виключно через учасників облікової системи за ланцюжком: емітент – Центральний депозитарій – Депозитарна установа – депонент. Грошові кошти виплачуються емітентом через депозитарну систему і залишаються на рахунках депозитарної установи, яка забезпечує їх зберігання до моменту виплати депоненту. Функція Розрахункового центру залишається незмінною;

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, що дозволить підвищити якість системи розкриття інформації емітентами та забезпечити можливість своєчасного одержання такої інформації інвесторами;

унеможливлення несанкціонованого доступу до інформації, що зберігається центральним депозитарієм та депозитарними установами, та забезпечення захисту системи обробки інформації від можливого доступу до інсайдерської інформації, в тому числі, відмова від використання технологій, що можуть поставити під сумнів конфіденційність даної інформації.

Центральний депозитарій може здійснювати передання своїм клієнтам отриманої Центральним депозитарієм від фондової біржі інформації про внесення, вилучення та перебування цінних паперів у біржовому списку (цінні папери, які пройшли процедуру лістингу на біржі) у разі отримання такої інформації від біржі. Власник має право розділити повноваження з управління рахунком у цінних паперах серед декількох керуючих рахунком. Різним керуючим рахунком - професійним учасникам фондового ринку не

можуть делегуватися однакові повноваження. За певним випуском цінних паперів може бути визначений тільки один керуючий рахунком.

Розрахунки за правочинами щодо цінних паперів, облік яких відповідно до компетенції здійснює Центральний депозитарій, укладеними на фондовій біржі та поза фондовою біржею з дотриманням принципу «поставка цінних паперів проти оплати», вважаються завершеними виключно після отримання Центральним депозитарієм повідомлень від депозитарних установ про здійснення ними переказу/списання/зарахування прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депонентів на підставі отриманих від Центрального депозитарію розпоряджень та/або повідомлень за результатами розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, виконаних ним відповідно до вимог цього Положення та згідно з Правилами та іншими внутрішніми документами Центрального депозитарію відповідно до законодавства України.

Центральний депозитарій повідомляє Розрахунковому центру, кліринговій установі або фондовій біржі (у випадку здійснення клірингу Центральним депозитарієм) про факт завершення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, облік яких відповідно до компетенції здійснює Центральний депозитарій, у порядку та строки, встановлені цим Положенням, та згідно з Правилами та іншими внутрішніми документами Центрального депозитарію відповідно до законодавства України та/або договором про проведення розрахунків у цінних паперах за результатами клірингу, укладеним з Розрахунковим центром, кліринговою установою, але не пізніше початку операційного дня, наступного за днем проведення розрахунків. Розрахунки за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах, проводяться за принципом «поставка цінних паперів проти оплати» не пізніше третього робочого дня з дня вчинення відповідного правочину, якщо правочином не встановлений інший (більший) строк його виконання.

Розрахунки за результатом неттінгу здійснюються виключно з дотриманням принципу «поставка цінних паперів проти оплати» шляхом здійснення Центральним депозитарієм у порядку, встановленому цим Положенням, та згідно з Правилами та іншими внутрішніми документами Центрального депозитарію переказу цінних паперів на рахунки в цінних паперах клієнтів на підставі інформації, отриманої від Розрахункового центру, клірингової установи або фондової біржі (у випадку здійснення клірингу Центральним депозитарієм) відповідно до цього Положення та згідно з Правилами та іншими внутрішніми документами Центрального депозитарію та умовами відповідного договору (договір про проведення розрахунків у цінних паперах за результатами клірингу, договір про кліринг та розрахунки за правочинами щодо цінних паперів), відразу після проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, але не пізніше закінчення операційного дня, в який Центральним депозитарієм була отримана інформація від Розрахункового центру, клірингової установи або фондової біржі (у випадку здійснення клірингу Центральним депозитарієм), у порядку, який встановлюється Правилами Розрахункового центру, а також умовами договорів між Центральним депозитарієм та учасниками розрахунків.

Після проведення Центральним депозитарієм переказу цінних паперів на рахунки в цінних паперах клієнтів Центральний депозитарій надає цим клієнтам відповідні розпорядження для проведення депозитарними установами переказу/списання/зарахування прав на цінні папери на рахунки у цінних паперах депонентів у порядку, встановленому цим Положенням, та згідно з внутрішніми документами депозитарних установ відповідно до Правил та інших внутрішніх документів Центрального депозитарію та/або повідомлення про припинення зобов'язань депонентів за результатами неттінгу. Переказ/списання/зарахування прав на цінні папери на рахунки у цінних паперах депонентів мають бути здійснені депозитарною установою до завершення операційного дня проведення розрахунків Центральним

депозитарієм. Розпорядження Центрального депозитарію щодо переказу/ списання/ зарахування прав на цінні папери, повідомлення про припинення зобов'язань депонентів за результатами нетінгу формуються Центральним депозитарієм на підставі інформації, отриманої від Розрахункового центру, клірингової установи або фондової біржі, а також інформації, що міститься в системі депозитарного обліку Центрального депозитарію.

З метою забезпечення зберігання та обліку бездокументарних цінних паперів емітент до початку розміщення повинен укласти з Центральним депозитарієм договір про обслуговування випусків цінних паперів, оформити та депонувати у Центральному депозитарії тимчасовий глобальний сертифікат або глобальний сертифікат. У разі якщо розміщення цінних паперів передбачається здійснювати на фондовій біржі, цей договір може передбачати проведення операцій, пов'язаних з обслуговуванням розміщення цінних паперів. За наслідками розміщення Центрального депозитарій засвідчує факт розміщення (нерозміщення) цінних паперів певного випуску на фондових біржах та поза ними шляхом підпису уповноваженої особи та засвідчення печаткою Центрального депозитарію звітів емітента щодо розміщених ним цінних паперів. Центрального депозитарій засвідчує звіт емітента щодо розміщених ним цінних паперів виключно в кількості прав на цінні папери, зарахованих депозитарними установами на рахунки в цінних паперах депонентів, що придбали зазначені цінні папери під час розміщення.

У випадку здійснення розміщення цінних паперів певного випуску на фондових біржах або поза ними, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати», зарахування прав на цінні папери цього випуску на рахунки в цінних паперах перших власників здійснюється депозитарними установами за розпорядженням Центрального депозитарію після здійснення ним переказу цих цінних паперів із рахунку в цінних паперах емітента на рахунки в цінних паперах депозитарних установ на підставі інформації, отриманої від Розрахункового центру, після здійснення останнім грошових розрахунків.

У випадку здійснення розміщення цінних паперів певного випуску на фондових біржах, якщо проводяться розрахунки без дотримання принципу «поставка цінних паперів проти оплати», зарахування прав на цінні папери цього випуску на рахунки в цінних паперах перших власників здійснюється депозитарними установами за розпорядженням Центрального депозитарію після здійснення ним переказу цих цінних паперів із рахунку в цінних паперах емітента на рахунки в цінних паперах депозитарних установ на підставі інформації від фондової біржі.

Обслуговування Центральним депозитарієм та депозитарними установами операцій емітента щодо викупу/продажу викуплених ним цінних паперів за договорами, укладеними поза фондовою біржею, без дотримання принципу «поставка цінних паперів проти оплати» здійснюється за умови отримання: депозитарною установою - розпорядження депонента або керуючого рахунком депонента про списання/зарахування прав на цінні папери емітента з/на його рахунку(ок) у цінних паперах; Центральним депозитарієм - розпорядження емітента про переказ цінних паперів на/з його рахунок(ку) у цінних паперах з/на рахунку(ок) депозитарної установи, в якій відкрито рахунок у цінних паперах власника, що відчужує/набуває права на викуплені цінні папери, та розпорядження зазначеної депозитарної установи про переказ цінних паперів з/на її рахунку(ок) у цінних паперах на/з рахунок(ку) емітента.

Обслуговування Центральним депозитарієм та депозитарними установами операцій емітента щодо викупу/продажу викуплених ним цінних паперів за договорами, укладеними на фондовій біржі з дотриманням принципу «поставка цінних паперів проти оплати»/без дотримання принципу «поставка цінних паперів проти оплати», здійснюється: депозитарною установою - за розпорядженням Центрального депозитарію; Центральним депозитарієм - на підставі інформації від Розрахункового центру, фондової біржі. Обслуговування Центральним депозитарієм та депозитарними установами операцій емітента щодо викупу/продажу викуплених ним цінних

паперів за договорами, укладеними на фондовій біржі без дотримання принципу «поставка цінних паперів проти оплати», здійснюється: депозитарною установою - за розпорядженням Центрального депозитарію; Центральним депозитарієм - на підставі інформації від фондової біржі.

Кошти, призначені для виплати доходів за цінними паперами, обліковуються на рахунку депозитарної установи до моменту їх виплати особі, що має право на отримання цих доходів, крім випадку припинення професійної діяльності на фондовому ринку - депозитарної діяльності.

Висновки до розділу 3

1. 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. Відповідно до міжнародної практики функції обліку цінних паперів і клірингу розділені відтепер між двома відповідними установами: Центральним депозитарієм (ПАТ «Національний депозитарій України»), який має виключні повноваження щодо встановлення єдиних уніфікованих правил (стандартів) відображення та передачі інформації щодо обліку та обігу цінних паперів, та ПАТ «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках», який має право проводити грошові розрахунки за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та позафондових торговельних системах, за принципом «поставка цінних паперів проти оплати».

2. Розроблено рекомендації для конгруентного розвитку депозитарної системи України та фондового ринку на основі адаптації до вітчизняних умов зарубіжного досвіду: створення клірингових установ і підвищення рівня конкуренції між депозитаріями; розширення кореспондентських відносин

Центрального депозитарію щодо встановлення міжнародних депозитарних зв'язків. Зазначені концептуальні пропозиції є вкрай важливими як для розвитку депозитарної системи, оскільки їх реалізація підвищить рівень захисту прав інвестора, впровадить додаткові механізми запобігання рейдерству, дозволить якісно модернізувати інфраструктуру фондового ринку.

3. Узагальнено елементи системи пруденційного регулювання депозитарної діяльності, яка, в свою чергу, є підсистемою пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку. Основними цілями пруденційного нагляду є забезпечення реалізації єдиної державної політики, захист активів інвесторів і, як наслідок, посилення довіри інвесторів до фондового ринку України, запобігання настанню неплатоспроможності професійних учасників фондового ринку через застосування відповідних заходів.

4. Ефективне 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 депозитарної установи здійснюється на підставі положення, яке затверджується рішенням наглядової ради. НКЦПФР здійснює контроль за роботою служби внутрішнього аудиту депозитарної установи під час проведення перевірки депозитарної установи.

5. 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.

6. Узагальнено індикатори, які призначені для кількісного вимірювання та оцінки фінансових ризиків торговців цінними паперами, депозитарних і клірингових установ. Для ефективного запобігання та мінімізації впливу ризиків депозитарна установа має розробити власну систему відповідних заходів, що відповідає обсягу та характеру діяльності такої установи, із урахуванням її профілю ризиків. До обов'язкових елементів внутрішньої системи заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків установи належать: система внутрішнього контролю та аудиту; система корпоративного управління.

7. Розроблено заходи з удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем: використання сегрегованих рахунків на рівні центрального депозитарію, при цьому рахунок відкривається депозитарній установі, яка обліковує права на цінні папери відповідного депонента; виплата доходів по цінним паперам виключно через учасників облікової системи за ланцюжком: емітент – Центральний депозитарій – Депозитарна установа – депонент; 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; 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.

Основні результати, наведені в даному розділі, опубліковані у [206; 207; 208; 209].

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 ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андрушків Т.І. Роль банків у розвитку фінансового ринку України: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.04.01 / Т.І. Андрушків ; Київ. нац. екон. ун-т. - К., 2001. - 20 с.
2. Гарбар Ж. В. Фінансовий ринок у системі економічного розвитку : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.08 / Ж. В. Гарбар; Київ. нац. торг.-екон. ун-т. - Київ, 2015. - 35 с.
3. Федосов В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку [Електронний ресурс] / В. М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовчкін // Фінанси України. - 2008. - № 12. - С. 3-21.
4. Кутузова М. М. Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового середовища : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / М. М. Кутузова; Львів. нац. ун-т ім. І. Франка. - Львів, 2016. - 20 с.
5. Охріменко І. В. Ринок цінних паперів України: розбудова інфраструктури : монографія / І. В. Охріменко, С. А. Стасіневич, В. О. Яворська, О. С. Сулова, Ю. В. Яворська. - Київ : Компринт, 2014. - 253 с.
6. Деєва Н. Е. Корпоративне управління в умовах розвитку фінансового ринку : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.04 / Н. Е. Деєва; НАН України, Ін-т економіки пром-сті. - Донецьк, 2012. - 32 с.
7. Юхименко В. В. Дослідження функціонування світового фондового ринку в умовах інтеграційних процесів / В. В. Юхименко, В. В. Гутафель // Актуальні проблеми економіки. - 2013. - № 7. - С. 39-49.
8. Кіктенко О. В. Державне регулювання фондового ринку за рахунок депозитарної системи / О. В. Кіктенко, З. П. Кіктенко // Держава та регіони. Сер. Держ. упр.. - 2010. - Вип. 1. - С. 46-50.
9. Калюга О. О. Механізми державного регулювання фондового ринку України : автореф. дис. ... канд. наук з держ. упр. : 25.00.02 / О. О. Калюга; Нац. акад. держ. упр. при Президентові України. - Х., 2012. - 20 с.

10. Жупаненко В. Сучасне трактування інфраструктури фондового ринку / В. Жупаненко // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 3-4. – С. 63-73.

11. Рекуненко І. І. Формування та розвиток інфраструктури фінансового ринку України : автореф. дис. ... докт. екон. наук : спеціальність 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / І. І. Рекуненко; ДВНЗ «УАБС НБУ». – Суми : 2013. – 44 с.

12. Коробка Р.В. Розвиток інфраструктури фондового ринку як складової фінансової системи України [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Р. В. Коробка ; Нац. банк України, Держ. вищ. навч. закл. "Укр. акад. банк. справи Нац. банку України". - Суми, 2013. - 22 с.

13. Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку: сучасний стан та перспективи розвитку : моногр. / І. І. Рекуненко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – 411 с.

14. Грудзевич У. Я. Регіональні особливості формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку України / У. Я. Грудзевич; Дис... канд. екон. наук: 08.10.01 / НАН України; Інститут регіональних досліджень. - Л., 2002. – 245 с.

15. Желіхівська А. М. Особливості формування інфраструктури фондового ринку України / А. М. Желіхівська // Наукові праці НДФІ. – 2009. – Вип. 1. – С. 75-81.

16. Желіхівська А. М. Визначення впливу сучасної кризи на інфраструктуру фондового ринку України / А. М. Желіхівська // Економіка та держава. – 2010. – № 8. – С. 56-57.

17. Давидов О. І. Депозитарна інфраструктура ринку цінних паперів України : монографія / О. І. Давидов, Т. В. Лапшина; Харк. нац. ун-т ім. В.Н. Каразіна. - Х., 2011. - 261 с.

18. Яценков К. В. Инфраструктура фондового рынка России и пути ее оптимизации: автореф. дис. ... канд. екон. наук: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / К. В. Яценков; Рос. ун-т

кооперації. – Москва : 2006 – 24 с.

19. Мацкайлова Е. В. Развитие инфраструктуры фондового рынка в России: автореф. дис. ... канд. экон. наук: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Е. В. Мацкайлова; Волгогр. гос. ун-т. Волгоград : 2005. – 25 с.

20. Костіна Т.В. Становлення ринку цінних паперів України в умовах економіки перехідного періоду: Автореф. дис... канд. экон. наук: 08.01.01 / Т.В. Костіна ; Донец. нац. ун-т. - Донецьк, 2001. - 20 с.:

21. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 р. № 5178-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.

22. Брус С. І. Депозитарні послуги на ринку цінних паперів України: Автореф. дис... канд. экон. наук: спеціальність 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / С. І. Брус ; Держ. установа «Ін-т економіки та прогнозування НАН України». – К., 2007. – 18 с.

23. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу :<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14>

24. Рудалева Л. В. Роль національного банку України на фондовому ринку в умовах модернізації економіки / Л. В. Рудалева // Держава та регіони. Сер. : Державне управління. - 2013. - № 1. - С. 37-42.

25. Брус С. І. Діяльність банків як зберігачів і реєстраторів на фондовому ринку України / С. І. Брус // Економіка і прогнозування. - 2006. - № 2. - С. 117-126. - укр.

26. Рудалева Л. В. Аналіз діяльності банків на фондовому ринку України в процесі модернізації національної економіки / Л. В. Рудалева // Науковий вісник Академії муніципального управління. Серія : Управління. - 2013. - Вип. 2. - С. 306-315.

27. Новікова І.В. Механізм управління ефективністю корпоративних пенсійних програм: автореф. дис... канд. экон. наук: 08.00.08 / І.В. Новікова ;

Держ. вищ. навч. закл. "Укр. акад. банк. справи Нац. банку України". — Суми, 2007. — 20 с.

28. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>

29. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.2001 № 2664-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>

30. Ящук В. В. Становлення та розвиток ринків фінансових послуг в Україні : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / В. В. Ящук; Київ. нац. торг.-екон. ун-т. - К., 2012. - 19 с.

31. Рудалева Л. В. Державне регулювання банківської діяльності на фондовому ринку в умовах модернізації національної економіки : автореф. дис. ... канд. наук з держ. упр. : 25.00.02 / Л. В. Рудалева; Нац. акад. держ. упр. при Президентові України. - Київ, 2015. - 20 с.

32. Топішко А. І. Торгівля цінними паперами в Україні : навч. посіб. / А. І. Топішко, М. М. Ройко, Є. Р. Іванов, К. К. Бовкун, Ю. Я. Кравченко, Г. В. Подоляко. - К. : АДС УМКЦентр, 2008. - 307 с.

33. Мендрул О. Г. Фондовий ринок: операції з цінними паперами : Навч. посіб. / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко; Київ. нац. екон. ун-т. - 2-е вид., допов. та переробл. - К. : КНЕУ, 2000. - 156 с.

34. Колесова И. В. Фондовый рынок и депозитарная система Украины : Учеб. пособие для студ. экон. спец. / И. В. Колесова, А. И. Мартемьянов, В. Г. Нечесин; Севастопол. гос. техн. ун-т. - Севастополь, 2000. - 100 с.

35. Москвін С. О. Депозитарна діяльність : навч. посіб. / С. О. Москвін, В. В. Посполітак, С. Г. Хоружий. - К., 2010. - 415 с.

36. Мозговий О. М. Фондовий ринок : підручник / О. М. Мозговий, А. Ф. Баторшина, О. Г. Величко, Т. О. Фролова, С. І. Прилипко; ред.: О. М. Мозговий; ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана". - Київ, 2013. - 543 с.

37. Кусый М. Ю. Фондовый рынок : учеб.-метод. пособие для студентов III курса дневной формы обучения и студентов IV курса заоч. формы обучения направления подгот. - финансы и кредит / М. Ю. Кусый, П. В. Захарченко; Тавр. нац. ун-т им. В.И. Вернадского. - Симф. : ДИАЙПИ, 2013. - 135 с.

38. Мальська М. П. Корпоративне управління: теорія і практика : підручник / М. П. Мальська, Н. Л. Мандюк, Ю. С. Занько. - К. : Центр уч. л-ри, 2012. - 359 с.

39. Бадзим О. С. Фінансовий ринок : навч. посіб. / О. С. Бадзим, Т. С. Наконечний, С. В. Рибчинська; ред.: Л. Л. Овечкіна; Київ. нац. ун-т технологій та дизайну. - К., 2011. - 110 с.

40. Бакаєва І. Г. Корпоративне управління : навч. посіб. для студ. ВНЗ трансп. та зв'язку, які навчаються за напрямом "Економіка і управління" / І. Г. Бакаєва, Г. Ю. Олійник, Т. Лозова, П. І. Підлісний, Т. С. Рябчун; ред.: М. В. Макаренко; Держ. екон. технол. ун-т трансп. - К. : ДЕТУТ, 2012. - 383 с.

41. Поважный А. С. Национальная депозитарная система: опыт и предложения по совершенствованию / А. С. Поважный; НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. - Донецк, 1999. - 37 с.

42. Фролова Т. О. Ведення реєстрів власників іменних цінних паперів : навч. посіб. / Т. О. Фролова, Т. В. Римар; Київ. нац. екон. ун-т ім. В.Гетьмана. - К., 2008. - 402 с.

43. Кірданова О. Депозитарна система України: нові технології та форми співробітництва / О. Кірданова // Наук. пр. Нац. б-ки України ім. В.І. Вернадського. - 2008. - Вип. 20. - С. 55-63.

44. Рикованова І. С. Стан національної депозитарної системи України і перспективи її розвитку / І. С. Рикованова, А. А. Гапа // Вісн. Нац. ун-ту "Львів. політехніка". - 2006. - № 552. - С. 424-432.

45. Горбуненко Я. І. Управління інвестиційними ризиками на фондовому ринку України: автореф. дис. ... канд. екон. наук : спеціальність 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Я. І. Горбуненко ; Київ. нац. ун-т ім. Т.

Шевченка. – К., 2011. – 20 с.

46. Воробець Т. І. Сутність фінансових ризиків на фондовому ринку / Т. І. Воробець // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 8(134). – С. 253-257.

47. Воробйова О. І. Інвестиційні ризики банків на фондовому ринку та підходи до їх оцінки / О. І. Воробйова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2011. – № 3. – С. 6-13.

48. Брижатиї В. В. Фінансово-інвестиційні ризики підприємства-емітента фондових інструментів / В. В. Брижатиї // Економічний вісник Національного гірничого університету. – 2004. – № 3. – С. 89-94.

49. Віхров О. П. Правове регулювання ринку цінних паперів України :

навч. посіб. для студентів ВНЗ / О. П. Віхров, В. П. Богун, С. О. Віхров, А. С. Ємельянов, Г. В. Ільющенко; ред.: О. П. Віхров. - Київ : Слово, 2014. - 302 с.

50. Хмыз, О. В. Международный рынок капиталов : монография / О. В. Хмыз. - Москва : Приор, 2002. - 459 с. .

51. Smith B. M. A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley / B.M. Smith. – University of Chicago Press edition, 2004. – 344 p.

52. Michie R. C. The global securities market: a history / R. C. Michie. – Oxford University Press, 2006. – 399 p.

53. Ананьєв М. Етапи еволюції фондових ринків / М. Ананьєв // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 9-10. – С. 43-49.

54. Кіктенко О. В. Моніторинг і контроль у системі державного регулювання фондового ринку України : автореф. дис. ... д-ра наук з держ. упр. : 25.00.02 / О. В. Кіктенко; Класич. приват. ун-т. - Запоріжжя, 2014. - 40 с.

55. Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Б. Б. Рубцов – М.: Финансовая Академия при Президенте РФ, 2000. – 312 с.

56. Павлов В. І. Конкуренція на ринку цінних паперів: загрози та

регулювання : монографія / В. І. Павлов, М. О. Трофімчук; ред.: В. І. Павлов; Спілка економістів України, Акад. екон. наук України, Нац. ун-т вод. госп-ва та природокористування, ДУ "Ін-т регіон. дослідж. ім. М.І. Долішнього НАН України". - Рівне : НУВГП, 2015. - 210 с.

57. Офіційний сайт Національного депозитарію України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.csd.ua>

58. Кіктенко О. В. Контрольна функція державного регулювання фондового ринку України : монографія / О. В. Кіктенко; Класич. приват. ун-т. - Запоріжжя : КПУ, 2013. - 307 с.

59. Конверський А. Є. Логіка: підруч. / А. Є. Конверський. – К. : Центр навчальної літератури, 2012. – 296 с.

60. Сивченко Г. Методичні підходи щодо централізації системи депозитарної діяльності в Україні / Г. Сивченко // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 5-6. – С. 71-76.

61. Коробка Р. В. Критерії та умови оптимальності розвитку інфраструктури фондового ринку України / Р. В. Коробка // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Сер. : Економіка і менеджмент. – 2012. – № 3. – С. 153-161.

62. Примостка А.О. Агентно-орієнтоване моделювання інвестиційної діяльності банків на фондовому ринку : дис. ... канд. екон. наук : спеціальність 08.00.11 «Математичні методи, моделі та інформаційні технології в економіці» / А.О. Примостка; ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені В. Гетьмана. – К. : 2015. – 225 с.

63. Jawadia, F. Stock Market Integration in the EURO Area: Segmentation or Linear Modelling Misspecification? / Fredj Jawadia , Mohamed El Hedi Arouri, Duc Khuong Nguyen // International journal of business, 2010: 15(3): 307-17.

64. Гутафель В. В. Фондовий ринок у системі економічного розвитку країни : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / В. В. Гутафель; Київ. нац. торг.-екон. ун-т. - Київ, 2014. - 20 с.

65. Фондовий ринок: підруч. / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В.

Вірченко та ін. ; за ред. В.Д. Базилевича. Кн. 1. – К. : Знання, 2015. – 621 с.

66. Трофимчук М. І. Розвиток інфокомунікаційної інфраструктури фінансового ринку / М. І. Трофимчук // Економіка та управління АПК. – 2012. – Вип. 9. – С. 158-160.

67. Дідківський Є. М. Проблеми централізації депозитарної системи в Україні / Є. М. Дідківський // Актуал. проблеми економіки. - 2006. - № 8. - С. 75-81.

68. Лапшина Т. В. Депозитарне забезпечення функціонування ринку цінних паперів України : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спеціальність 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Т. В. Лапшина; Харк. нац. ун-т ім. В.Н. Каразіна. – Харків, 2010. – 20 с.

69. Косова Т. Д. Пруденційне регулювання депозитарного обліку цінних паперів в Україні / Т. Д. Косова // Економіка. Менеджмент. Бізнес. – 2014. – № 4. – С. 98-103.

70. Fama E. F. The Behavior of Stock Market Prices / E.F. Fama // Journ. Business, 1965: Jan.: 34-105

71. Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work / E.F. Fama // Journ. Finance, 1970 : May: 383-417.

72. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. / Д. Норт. – М. : Начала, 1997. – 180 с.

73. Илюхина А. С. Институциональная среда как условие совершенствования экономических отношений в малом бизнесе: автореф. дис. ... канд. экон. наук: специальность 08.00.01 «Экономическая теория» / А. С. Илюхина; Костром. гос. ун-т им. Н.А. Некрасова. – Кострома, 2007. – 23 с.

74. Мойсеєнко К. Є. Механізм функціонування і розвитку соціально-економічної системи / К. Є. Мойсеєнко // Перспективи розвитку економіки України в контексті європейської інтеграції : зб. наук. пр. Донецького держ.ун-ту управління. – Донецьк : ДонДУУ, 2009. – Серія «Економіка»; вип. 123. -Т. X. – С. 151–164.

75. Сивченко Г. Концептуальні засади реформування депозитарної системи України / Г. Сивченко // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2012. – № 2. – С. 95-103.

76. Гурунян Т. В. Институциональный анализ малого предпринимательства как фактор экономической безопасности. / Т. В. Гуруян; Под общ. ред. В.З. Балакоева. – Новосибирск: СибАГС, 2004. – 202 с.

77. Кочановский М. В. Развитие институциональной среды малого бизнеса: автореф. дис. ... канд. экон. наук : специальность 08.00.01 «Экономическая теория» / М. В. Кочановский; Волго-Вят. акад. гос. службы. – Нижний Новгород, 2000 – 22 с.

78. Дерябина М. Институциональные аспекты постсоциалистического переходного периода / М. Дерябина // Вопросы экономики. – 2001. – №2. – С. 108-124.

79. Липов В. В. Гетерогенізація СЕС і концепція структурно-функціональної інституціональної компліментарності / В. В. Липов // Економічний вісник Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут». – 2014. – № 11. – С. 79-84.

80. Липов В. В. Институциональная гетерогенизация и гибкая интеграция / В. В. Липов // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Сер. : Економічна. – 2014. – № 1. – С. 128-138.

81. Василевич С.В. Формування та розвиток національної господарсько-економічної культури в умовах ринкової трансформації економіки України : дис... канд. экон. наук : 08.01.01 «Економічна теорія» / С.В. Василевич; Академія муніципального управління. – К., 2003. – 196 с.

82. Coase, R. The Nature of the Firm / Ronald Coase // *Economica*, 1937: 4 (16), Nov : 386-405.

83. Eggertsson T. Economic behavior and institutions / Thrainn Eggertsson. – Cambridge University Press, Cambridge, 1990. – 400 p.

84. Вильямсон О. Экономические институты капитализма: Фирмы,

рынки, «отношенческая» контрактація / О. Вильямсон; пер. с англ. – СПб : Ленинздат, 1996. – 702 с.

85. Белінська Л. В. Інституції та економічний розвиток / Л. В. Белінська // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – №2. – С. 36–49.

86. Інституційні засади формування економічної системи України : теорія і практика / За ред. З. Ватаманюка. – Львів : Новий Світ–2000, 2005. – 648 с.

87. Сухарев О. С. Основные понятия институциональной и эволюционной экономик : Курс лекций / О. С. Сухарев. – М. : ИЭ РАН, Брянск : БГУ, 2004. – 127 с.

88. The Selected Works of George J. Benston, Volume 1: Banking and Financial Services / by James D. Rosenfeld (Editor). - Oxford University Press, USA, 2010. – 376 p.

89. A transactions cost approach to the theory of financial intermediation / M. Scholes, G.J. Benston, C.W. Smith // The Journal of Finance, 1976 : 31 (2) : 215-231.

90. Leland, Hayne E., Pyle, David H., Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // Journal of Finance, American Finance Association, 1977, vol. 32(2) : 371-87.

91. Serifsoy B. Settling for efficiency – A framework for the European securities transaction industry / Baris Serifsoy, Marco Weiß // Journal of Banking & Finance, 2007, 31 : 3034–3057.

92. Milne A. Competition and the rationalisation of European securities clearing and settlement [Online] / A. Milne. – 2002. – Retrived from: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.196.9629>

93. Knieps G. Competition in the post-trade markets: A network economic analysis of the securities business [Online]/ G. Knieps // Journal of Industry, Competition and Trade. - March 2006, Volume 6, Issue 1, pp 45-60. – Retrived from: <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10842-005-5649-x>

94. Cayseele V. P. Competition and the Organisation of the Clearing and

Settlement Industry, Working Paper [Online] / P. V. Cayseele. – Discussions Paper Series (DPS) 04.13. - 2004. – Retrived from: <https://lirias.kuleuven.be/bitstream/123456789/121539/1/Dps0413.pdf>

95. Косова Т.Д. Депозитний ринок: механізми конкурентної політики та пруденційного регулювання фінансово-банківських установ [Текст] : монографія / Т. Д. Косова, І. Ю. Тарасов ; Харків. держ. ун-т харчування та торгівлі. - Харків : Вид-во Іванченка І. С., 2016. - 292 с.

96. Holthausen, C. Raising Rival's Costs in the Securities Settlement Industry [Online] / C. Holthausen. - ECB, 2004. – 31 p. - Retrived from: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp376.pdf?f8bd4a6f7bcec60715d0e29aa0f8c6b3>

97. Milne A. The industrial organization of post-trade clearing and settlement / A. Milne / Journal of Banking & Finance, 31 (2007) : 2945–2961.

98. Tapking, J. Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement / Tapking, Jens., Yang, Jing // Journal of Money, Credit, and Banking, 2006. – 38 (7) : 1765–1795.

99. Kauko, K. Interlinking securities settlement systems: A strategic commitment? / Kauko, Karlo // Journal of Banking & Finance, 2007, 31 (10): 2962-2977.

100. Мозговий О. М. Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): Автореф. дис... д-ра екон. наук: спеціальність 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / О. М. Мозговий ; Київський національний економічний ун-т. – К., 1999. – 33 с.

101. Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку в Україні : матеріали III Пленуму Співки економістів України та Міжнар. наук.-практ. конф., 2010 р., Київ / ред.: В. В. Оскольський; упоряд.: М. Ф. Ярош; Співка економістів України. - К., 2010. - 206 с.

102. Калініченко Л. Л. Аналіз фондового ринку України та перспективи його розвитку / Л. Л. Калініченко, А. С. Глазкова // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2013. – Вип. 42. – С. 221–225.

103. Быков Н. Б. Международное долгосрочное инвестирование на фондовом рынке : автореф. дис. ... канд. экон. наук: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Н. Б. Быков; Рос. эконом. акад. им. Г. В. Плеханова. – М.: 2002. – 26 с.

104. Миркин Я. Среднесрочная конъюнктура фондового рынка / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2011. – № 8 (413). – С. 98-102.

105. Багдасарян А. М. Интеграционные возможности рынка ценных бумаг в странах постсоветского пространства / А. М. Багдасарян // Екон. вісн. Донбасу. - 2014. - № 1. - С. 56-62.

106. Morgan Stanley Capital International World [Online]. – Retrieved from: <https://www.msci.com/market-cap-weighted-indexes>

107. Голєв М.К. Організаційно-економічний механізм забезпечення ефективного функціонування підприємств на фондовому ринку: Автореф. дис... канд. экон. наук: 08.06.01 / М.К. Голєв ; Терноп. акад. нар. госп-ва. — Т., 2003. — 21 с.:

108. Mrzyglod U. Depositary receipts in corporate financing. Evidence from selected Central and Eastern European Countries / U. Mrzyglod, J. Adamska-Mieruszewska // Актуал. проблеми економіки. - 2013. - № 10. - С. 362-370.

109. Цыпин С. Н. Привлечение иностранных инвестиций в сферу промышленного производства на основе использования современных инструментов фондового рынка / С. Н. Цыпин // Економіка пром-сті. - 2002. - № 3. - С. 152-159.

110. Цыпин С. Н. Механизм привлечения иностранных инвестиций в сферу предпринимательства на основе использования депозитарных расписок / С. Н. Цыпин // Економіка пром-сті. - 2003. - № 3. - С. 116-123.

111. Ляшко В. П. Впровадження прогресивних методів управління фінансовими ресурсами підприємств у зовнішньоекономічній діяльності : Автореф. дис... канд. экон. наук: 08.06.01 / В. П. Ляшко; Укр. акад. зовніш. торгівлі. - К., 2004. - 21 с.

112. Леось О. Ю. Депозитарні розписки як спосіб залучення інвестицій: досвід інших країн / О. Ю. Леось, О. А. Астахова // Держава та регіони. Сер. Держ. упр.. - 2012. - Вип. 2. - С. 79-84.

113. Сазонец И. Л. Депозитарные расписки Standard & Poors как составная часть инвестиционного портфеля пенсионных фондов и страховых компаний / И. Л. Сазонец, А. А. Джусов // Економіка пром-сті. - 2002. - № 1. - С. 86-89.

114. Кветна І. Р. Механізми визначення інвестиційної вартості активів на міжнародних ринках титулів власності : Автореф. дис... канд. екон. наук / І. Р. Кветна; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. - К., 2006. - 21 с.

115. Козлова В. О. Теоретические аспекты построения архитектуры национальной депозитарной системы Украины / В. О. Козлова // Молодий вчений. - 2015. – №. 5 (20). – С. 171–176.

116. 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.

117. 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.

118. 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.

119. О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг: Постановление Совета Министров СССР от 15 октября 1988 г. N 1195

[Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&nd=102080574&rdk=&backlink=1>.

120. Алексєєв С. Особливості формування національного фондового ринку України в 1991-2005 рр.: історичний аспект / С. Алексєєв // Схід. – 2014. – № 3. – С. 5-12.

121. Бодров В. Нова депозитарна система України / В. Бодров, Л. Рудалева // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 11. – С. 10-15.

122. Тевелєв Д. М. Контент-аналіз програмних документів щодо становлення та розвитку фондового ринку України / Д. М. Тевелєв // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – № 6. – С. 169-172.

123. Рекуненко І. І. Періодизація розвитку фондового ринку України / І. І. Рекуненко // Вісник Сумського державного університету. Серія : Економіка. – 2015. – № 1. – С. 30-42.

124. Питання функціонування та удосконалення інфраструктури фондового ринку України : інформ.-аналіт. матеріали / за ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової, Н. І. Гребенник. – К. : Центр наук. досліджень НБУ, 2005. – 132 с.

125. Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні: Постанова Кабінету Міністрів України від 29.04.1994 № 277 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/277-94-%D0%BF>

126. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 07.12.2000 № 2121-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>

127. Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України: Указ Президента України від 26.03.2001 № 198/2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/198/2001>

128. Про затвердження плану заходів з реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006-2010 роки: Розпорядження

Кабінету Міністрів України від 07.03.2006 № 131-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/131-2006-%D1%80>

129. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 № 2299-III (Закон втратив чинність на підставі Закону № 5080-VI від 05.07.2012) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2299-14>

130. Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України: Закон України від 31.10.2008 № 639-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/639-17>

131. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23.11.2011 № 1063/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011>

132. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

133. ¹ Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: Положення НКЦПФР від 22.11.2012 № 1688 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>

134. Про затвердження Положення про провадження депозитарної діяльності: Рішення НКЦПФР від 23.04.2013 № 735 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1084-13>

135. Про затвердження Положення про порядок забезпечення існування іменних цінних паперів у бездокументарній формі: Рішення НКЦПФР від 22.01.2014 № 47 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0241-14>

136. Порядок передачі інформації, що міститься у системі реєстру власників іменних цінних паперів, до системи депозитарного обліку: Рішення НКЦПФР від 18.04.2013 № 729 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0704-13/paran22#n22>

137. Костюк В. А. Особливості діяльності національної депозитарної системи України / В. А. Костюк, І. С. Сьомка // Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія : Економіка, аграрний менеджмент, бізнес. – 2014. – Вип. 200(3). – С. 230-237.

138. Стасіневич С. А. Реформування депозитарного забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні / С. А. Стасіневич, Ю. В. Яворська // Формування ринкових відносин в Україні. – 2014. – № 3. – С. 59-62.

139. Стасіневич С. А. Удосконалення депозитарного забезпечення ринку цінних паперів України / С. А. Стасіневич // Фінансовий простір. – 2015. – № 1. – С. 267-273.

140. Стеценко Т. В. Постдокументарний етап розвитку ринку цінних паперів України / Т. В. Стеценко // Бізнес Інформ. - 2015. - № 6. - С. 193-198.

141. Про цінні папери та фондову біржу : Закон України від 18.06.1991 р. № 1201-ХІІ {Закон втратив чинність на підставі Закону N 3480-IV (3480-15) від 23.02.2006, ВВР, 2006, N 31, ст.268 } [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1201-12>.

142. Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : Закон України від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР { Закон втратив чинність на підставі Закону N 5178-VI (5178-17) від 06.07.2012, ВВР, 2013, N 39, ст.517 } [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/710/97-вр>.

143. Арутюнян Р. Р. Сучасні проблеми реформування депозитарної системи України / Р. Р. Арутюнян, С. С. Арутюнян, О. В. Ітигіна // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2012. – Вип. 4. – С. 9-15.

144. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

145. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17>

146. Річна звітність: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

147. Про Національний депозитарій України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=27&lang=ua.

148. Річний звіт НКЦПФР за 2011 р.: «Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf.

149. Річний звіт НКЦПФР за 2012 р.: «Інновації для розвитку ринку» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1370875350.pdf.

150. Річний звіт НКЦПФР за 2014 р.: «Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf.

151. Звітність Національного депозитарію України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=5490&Itemid=60&lang=ua.

152. Lewis-Beck M. Applied Regression: An Introduction. Sage Univer. Series Paper on Quantitative Applications in the Social Sciences. Beverly Hills, CA: Sage, 2015 – 120 p.

153. Лиса О. В. Актуальні проблеми функціонування фондового ринку України / О. В. Лиса // Вісник Дніпропетровського університету. Сер. : Економіка. – 2014. – Т. 22, вип. 8(2). – С. 183-188.

154. Ліпич М. А. Аномалії ціноутворення на фондовому ринку України / М. А. Ліпич // Регіональна економіка. – 2015. – № 1. – С. 184-192.

155. Савицький С. В. Перспективи банківського інвестування на

фондовому ринку України / С. В. Савицький // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2014. – 2014. – С. 72-77.

156. Савицький С. В. Інституційно-психологічні основи прийняття рішень на фондовому ринку України / С. В. Савицький // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2012. – С. 69-71.

157. Гапонюк М. Біржові індекси в інформаційних потоках фондового ринку України / М. Гапонюк, М. Запорожець // Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2010. – № 11-12. – С. 11-17.

158. Гапонюк М. А. Заміщення корпоративних облігацій державними на фондовому ринку України / М. А. Гапонюк // Фінанси, облік і аудит. – 2015. – Вип. 2. – С. 36-47.

159. Галенко Н. О. Стратегічні прийоми виходу фондового ринку України з кризового стану із урахуванням міжнародних концепцій / Н. О. Галенко // Економічний простір. – 2013. – № 78. – С. 191-199.

160. Кравченко Ю. Я. Ринок цінних паперів : навч. посіб. / Ю. Я. Кравченко. – К. : Дакор, КНТ, 2009. – 672 с.

161. Федоренко А. Проблемні питання визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні ним функцій податкового агента / А. Федоренко // Ринок цінних паперів України. – 2012. – №5-6. – С. 41-52.

162. Федоренко А. В. Ринки капіталу в структурі фінансового ринку / А. В. Федоренко // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2013. – 2013. – С. 71-76.

163. Опарін В. М. Інновації у фінансовій сфері : монографія / В. М. Опарін, Т. В. Паєнко, В. М. Федосов, О. М. Сущенко, Н. В. Савчук; ред.: В. М. Опарін; ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана», Ін-т фін.-інновац. дослідж. – К. : КНЕУ, 2013. – 444 с.

164. Охріменко І. В. Депозитарна система України: становлення та реформування : [монографія] / І. В. Охріменко, С. А. Стасіневич. - Київ : Компринт, 2014. - 166 с.

165. Козлова В. О. Організація контролю депозитарної діяльності, як складова системи фінансової безпеки держави / В. О. Козлова // Держава та регіони. - Серія «Економіка та підприємництво». - 2015. – № 6 (87). – С.79–85.

166. Податковий кодекс України від 02.12.2010 р. № 2755-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

167. Щербина А. Г. Інновації законодавства України щодо торгівлі на фондовому ринку / А. Г. Щербина // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2013. – № 1. – С. 255-268.

168. Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів: Закон України від 06.12.2012 р. № 5519-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5519-vi>.

169. Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо податкової реформи : Закон України від 28.12.2014 р. № 71-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/71-19>.

170. Річний звіт Національного депозитарію України за 2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://csd.ua/images/stories/pdf/ndu_annual_report_2015.pdf.

171. Річний звіт Національного депозитарію України за 2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://csd.ua/images/stories/pdf/ndu_annual_report_2014.pdf.

172. Річний звіт Національного депозитарію України за 2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://csd.ua/images/stories/pdf>

/ndu_annual_report_2013.pdf

173. Річний звіт Національного депозитарію України за 2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://csd.ua/images/stories/pdf/ndu_annual_report_2012.pdf.

174. Річний звіт Національного депозитарію України за 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://csd.ua/images/stories/pdf/ndu_annual_report_2011.pdf.

175. Агафонова Н. Две стороны финансового кризиса / Н. Агафонова // Рынок ценных бумаг. – 2009. – №1-2. – С. 8-10.

176. Кочко В. В. Депозитарна діяльність в Україні як об'єкт адміністративно-правового захисту / В. В. Кочко, В. С. Третьякова // Право і суспільство. – 2014. – № 5.2. – С. 215-218.

177. Шишков С. Є. Проблема довіри на неефективному фондовому ринку: приклад України / С. Є. Шишков, Н. М. Шелудько // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2011. – С. 74-87.

178. Кузьміна О. М. Проблеми використання автоматизованих інформаційних технологій на фондовому ринку України [Електронний ресурс] / О. М. Кузьміна, К. А. Матвійчук // Економіка. Управління. Інновації. – 2014. – № 1. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2014_1_59.

179. Козлова В. О. Оцінка впливу інституційних факторів на діяльність депозитарної системи України / В. О. 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.

180. 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>.

181. Яценко Н. М. 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.

182. Яценко Н. М. 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.

183. Леось О. Ю. Регулювання фондового ринку зарубіжний досвід організації депозитарного обліку цінних паперів / О. Ю. Леось, А. М. Тхір // Економіка та держава. – 2012. – № 5. – С. 90-93.

184. Виговський О. І. Інститут цінних паперів у міжнародному приватному праві : монографія / О. І. Виговський; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. - К, 2011. - 447 с.

185. Иванова М. Создание Центрального депозитария: опыт рынков Западной Европы / М. Иванова // Депозитариум. - 2005. - № 11 (33). – С. 21-22.

186. Сивченко Г. Європейські орієнтири реформування Національної депозитарної системи України / Г. Сивченко // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2010. – № 4. – С. 39-47.

187. Офіційний сайт «Групи 30» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.group30.org/pubs/pub_0782.htm.

188. Соловьев Д. В. НДЦ представит российскую депозитарную расчетную инфраструктуру в Европе [Електронний ресурс] / Д. В. Соловьев. – Режим доступу : <http://www.rcb.ru/dep/2006-02/7494/>

189. The future of European stock markets. Офіційний сайт CER [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.cer.org.uk/pdf/p238_stock_markets.

190. Карлін М. І. Фінансові системи країн Центрально-Східної Європи : навч. посіб. / М. І. Карлін, . Балак; МОНМС України, Східноєвроп. нац. ун-т ім. Лесі Українки. - Луцьк : Надстир'я, 2012. - 497 с.

191. Ноздрев С.Б. Биржевая система Японии: современное состояние и тенденции развития / С.Б. Ноздрев // Япония. Ежегодник. – 2011 (№40). – С. 70-89.

192. Покришка Д. Депозитарна система в Україні: проблеми та перспективи розвитку [Електронний ресурс] / Д. Покришка, О. Собкевич, М. Скиба; НІСД. – Режим доступу : http://www.niss.gov.ua/public/File/2010_table/0708_dokl.pdf.

193. Карлін М. І. Фінанси країн Європейського Союзу : навч. посіб. / М. І. Карлін. - К. : Знання, 2011. - 639 с.

194. Білоченко А.М. Перспективи розвитку депозитарної системи в Україні та можливості використання досвіду республіки Польща / А. М. Білоченко // Фінанси України. – 2007. – №2. – С. 69-76.

195. Principles for financial market infrastructures : Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. – Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions, 2012. – 188 p.

196. Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures / Ed. by M. Diehl, B. Alexandrova-Kabadjova, R. Heuver, S. Martinez-Haramillo. – Business Science Reference, ICI Global, 2016. – 410 p.

197. The Securities Custody Industry : European Central Bank Occasional Paper Series No 68 (August 2007) / D. Chan, F. Fontan, S. Rosati, D. Russo. – ECB, 2007. – 63 p.

198. Пшик Б. І. Перспективи розвитку депозитарної системи України / Б. І. Пшик // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2013. – № 767. – С. 350-356.

199. Марченко Н. А. Реформування національної депозитарної системи в Україні / Н. А. Марченко // Чернігівський науковий часопис Чернігівського державного інституту економіки і управління. Сер. 1 : Економіка і управління. - 2014. - № 1. - С. 138-143.

200. Про схвалення Концепції запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку №553 від 12.04.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/law/17095>

201. Про затвердження Положення про особливості організації та проведення внутрішнього аудиту (контролю) у фінансових установах, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку: Рішення НКЦПФР від 19.07.2012 № 996 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1628-12/para18#n18>

202. Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку - депозитарної діяльності та клірингової діяльності та вимог до системи управління ризиками: Рішення НКЦПФР від 15.01.2013 № 37 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0216-13/para16#n16>

203. Про затвердження Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками: Рішення Національної Комісії з цінних паперів та фондового ринку від 01.10.2015 № 1597 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15/para10#n10>

204. Калинець К. С. Механізм підвищення ефективності функціонування фондових бірж в Україні: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / К. С. Калинець ; Ун-т банк. справи Нац. банку України. — К., 2010. — 20 с.

205. Шишков С. Є. Біржовий механізм розвитку фондового ринку України: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / С. Є. Шишков ; Ін-т економіки та прогнозування НАН України. - К., 2011. - 23 с.

206. Рекова Н. Ю. Научно-методический подход к прогнозированию доходности акций с учетом инвестиционных рисков / Н. Ю. Рекова, В. А. Козлова // Бизнес - Информ, 2015. – № 12. – С. 288–292.

207. Рекова Н. Ю. Аналіз міжнародного досвіду розвитку національних депозитарних систем / Н. Ю. Рекова, В. О. Козлова, // Науковий вісник Ужгородського національного університету: зб. наук. праць. – Ужгород, 2015. – № 3. – С.133–136.

208. 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 (15). – С. 162–166.

209. Козлова В. О. Невизначеність котирування акцій і проблема її прогнозування / В. О. Козлова // Міжнародна практика соціально-економічного розвитку країни: проблеми та перспективи: тези наук. робіт III 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. 72–73.

ДОДАТКИ

Додаток А

Довідки про впровадження результатів дисертаційної роботи

**Товариство з обмеженою відповідальністю
"Кремій Брок"
(ЄДРПОУ 37015651)**

Україна, 39602, Полтавська область, м. Кременчук, вул. Ватутіна, 3 Тел./факс: (0536) 79-80-06, 79-14-89
Регіональне відділення АКБ "Індустріалбанк" м. Кременчук МФО 313849 п/р № 26007019408774
E-MAIL: krbrok@sat.poltava.ua

Вих. № 150/1 від 29.10.2015 р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження
Козлової Вікторії Олександрівни
на тему «Інституційна модель депозитарної системи України
в умовах розвитку фондового ринку»

Пропозиції Козлової В.О. з удосконалення методичних положень щодо аналітичного забезпечення послуг депозитарної установи а також процесний підхід до формалізації діяльності депозитарної установи на основі виділення окремих бізнес-процесів використані в діяльності ТОВ «Кремій Брок», що дало змогу удосконалити управління діяльністю депозитарної установи, чітко розмежувати та класифікувати функції, які виконують сертифіковані фахівці Товариства із внесенням відповідних змін до їх посадових інструкцій.

Впровадження вищезазначених пропозицій дозволило підвищити рівень управління діяльністю відділу депозитарної діяльності депозитарної установи ТОВ «Кремій Брок», покращити якість обслуговування клієнтів депозитарної установи.

Заступник директора –
начальник відділу депозитарних
операцій депозитарної установи



М.В.Циганюк

КрАЗ-Капітал

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ

39631, Полтавська обл., м. Кременчук, проїзд Ярославський, 2, ЄДРПОУ 37015845, тел. (0536) 76-63-07

Вих. № 33/15
від 13.11.2015 р.

ДОВІДКА
про впровадження результатів наукового дослідження
Козлової Вікторії Олександрівни
на тему «Інституційна модель депозитарної системи України
в умовах розвитку фондового ринку»

В діяльності ТОВ «КрАЗ-Капітал» використано окремі результати дисертаційної роботи Козлової В.О., а саме рекомендації щодо аналітичного забезпечення оцінки впливу функціонування депозитарної системи на рівень активності фондового ринку.

Використання зазначених рекомендацій дає змогу Товариству на основі аналізу окремих показників функціонування депозитарної системи своєчасно реагувати на зміну рівня активності фондового ринку, що дозволяє грамотно планувати професійну діяльність на фондовому ринку – депозитарної діяльності депозитарної установи, надавати своїм клієнтам/депонентам оперативну інформацію з питань обігу цінних паперів, що, в свою чергу, підвищує рівень обслуговування клієнтів/депонентів, збільшує їх кількість завдяки отриманню якісних фінансових послуг, підвищує рейтинг Товариства та його прибутковість.

Директор
ТОВ «КрАЗ-Капітал»



Соловей О.О.



Фох № 48 від 24.11.2015р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження
Козлової Вікторії Олександрівни
на тему «Інституційна модель депозитарної системи України
в умовах розвитку фондового ринку»

ТОВ «Менеджмент Треже Трейдинг Лімітид» при здійсненні професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності депозитарної установи використало в своїй діяльності рекомендації Козлової В.О. щодо удосконалення пруденційного нагляду депозитарних установ на основі узагальнення ризиків, які можуть виникати при провадженні депозитарної діяльності депозитарної установи, їх оцінки та кількісного вимірювання за допомогою узагальнених індикаторів, що дало можливість Товариству значно посилити контроль у сфері управління ризиками.

Запропоновані рекомендації забезпечують аналітичну підтримку синтезу процедур внутрішнього аудиту та пруденційного нагляду та сприяють зниженню (мінімізації) ризиків депозитарної установи.

Директор
ТОВ «Менеджмент Треже Трейдинг Лімітид»



 Масло О.М.

**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ**

вул. Московська, 8, корпус 30
м. Київ, 01010, Україна
тел./факс 280-40-95
тел./факс 254-23-31
Код ЄДРПОУ 37956207
Web: [http:// www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua)



**NATIONAL SECURITIES
AND STOCK MARKET
COMMISSION**

Building 30, 8, Moskovska St.,
Kyiv, 01010, Ukraine
phone/fax +38(044)254-25-70
phone/fax +38(044)254-23-77
Code of USRCOU 37956207
Web: <http:// www.nssmc.gov.ua>

15.01.2016 № 25-01/16

На № _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
Козлової Вікторії Олександрівни на тему
«Інституційна модель депозитарної системи України
в умовах розвитку фондового ринку»

— Департаментом регулювання депозитарної та клірингової діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку було розглянуто матеріали дисертаційної роботи Козлової В.О. За результатом розгляду можливо відзначати:

актуальність теми дисертаційної роботи в контексті процесу удосконалення та розвитку інфраструктури фондового ринку України за сучасних умов;

практичну цінність науково – методичних і практичних рекомендацій, викладених в дисертаційній роботі, зокрема щодо удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України відповідно до потреб фондового ринку;

доцільність впровадження зазначених рекомендацій в ході підготовки нормативно-правових актів з питань регулювання депозитарної та клірингової діяльності.

Директор департаменту
регулювання депозитарної
та клірингової діяльності

Курочкіна І.Ю.

146001



УКРАЇНА
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

КРЕМЕНЧУЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ МИХАЙЛА ОСТРОГРАДСЬКОГО

вул. Першотравнева, 20, м. Кременчук, Полтавська обл., 39600, т./ф. (05366) 3-60-00, т.3-62-19
e-mail: office@kdu.edu.ua, www.kdu.edu.ua, ЄДРПОУ 05389631

23.10.2015 № 7

на № _____

Голові спеціалізованої
вченої ради Д 12.105.03
д.е.н., професору
Рековій Наталії Юрївні

ДОВІДКА

про використання матеріалів дисертації Козлової Вікторії Олександрівни
на тему «Інституційна модель депозитарної системи України в умовах
розвитку фондового ринку»
в навчальному процесі Кременчуцького національного університету імені
Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України

Результати, які отримано у кандидатській дисертації Козлової Вікторії Олександрівни щодо розробки методичних і практичних рекомендацій вдосконалення інституційної моделі депозитарної системи України, а саме: визначено інституційні особливості фондового ринку як основи моделі депозитарної системи; 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; обґрунтовано шляхи удосконалення пруденційного нагляду й управління ризиками діяльності депозитарних установ на фондовому ринку, використовуються з метою удосконалення навчально-методичного забезпечення дисциплін «Фінансовий ринок» і «Ринок фінансових послуг» в Кременчуцькому національному університеті імені Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України.

Ректор



М. В. Загірняк

Додаток Б

Вихідні дані та результати побудови кореляційного-регресійної моделі

Таблиця Б.1

Показники діяльності Депозитарної системи України у 2014-2015 рр.

Назва показника	Код	Період 2014 р.		
		02.01-11.01	13.01-17.01	20.01-24.01
Кількість відкритих рахунків, од.:	1			
емітентів	1.1	10619	10622	10615
зберігачів і депозитарних установ	1.2	403	403	399
депозитаріїв-кореспондентів	1.3	3	3	3
Загальний об'єм депозитарних активів (цінних паперів (ЦП)), млн грн:	2	955 204,9	959 244,3	958 671,6
номінованих в іноземній валюті	2.1	163,3	163,3	175,4
дематеріалізованих випусків	2.2	114 014,3	114 024,5	114 037,9
знерухомлених	2.3	10 390,3	10 390,3	10 390,3
Кількість випусків ЦП, які знаходяться на обслуговуванні в НДУ	3	12735	12778	12780
з них дематеріалізовані	3.1	5274	4172	4177
з них розміщені за межами України	3.2	10	10	10
Номінальна вартість проведених операцій із ЦП за період, :	4			
первинне розміщення	4.1	315,0	2300,0	297,0
дематеріалізація	4.2	141,0	50,0	3000,0
переказ між рахунками депозитарних установ	4.3	456,0	717,0	12 00
Операції по складанню реєстрів власників іменних ЦП по запитах, од.	5			
кількість емітентів	5.1	621	365	306
кількість рахунків	5.2	91965	41892	38949
Надання інформаційних довідок, складених на основі реєстрів власник іменних ЦП по запитах емітентів	6	133	58	73
Адміністративні операції по рахунках клієнтів внаслідок внесення змін в реквізити юридичних осіб	7	100	101	151
Надано інших інформаційних довідок, передбачених чинним законодавством, і завірених звітів про розміщення випусків ЦП	8	22	21	37
Виконано розпоряджень на виплату доходів / сум погашення коштами на загальну суму, млн грн.	9	364,3	4,0	109,5
Архів курсу НБУ долара США, грн./дол.	10	7,993	7,993	7,993

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2014 р.										
	27.01-31.01	03.02-07.02	10.02-14.02	17.02-21.02	24.02-28.02	03.03-07.03	10.03-14.03	17.03-21.03	24.03-28.03	31.03-04.04	07.04-11.04
1											
1.1	10612	10619	10624	10626	10625	10634	10635	10637	10636	10637	10639
1.2	398	399	399	399	399	399	399	400	400	400	400
1.3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
2	959432,0	959109,7	962900,0	974012,3	973540,8	980461,9	979497,7	979494,7	981925,7	981113,1	981169,7
2.1	175,2	297,0	304,4	309,9	352,2	331,2	334,4	356,6	382,8	395,9	443,5
2.2	114320,5	114072,4	114081,9	114089,2	114095,1	114124,9	114142,0	114155,9	114219,0	114230,0	114247,7
2.3	10387,0	10106,1	10102,4	10101,8	9995,1	9922,0	9922,0	9,9	9909,9	9656,2	9655,7
3	12780	12764	12763	12765	12762	12749	12738	12722	12732	12722	12715
3.1	4177	4176	4176	4181	4185	4185	4187	4187	4184	4184	4186
3.2	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
4											
4.1	846,1	2380,0	571,0	1000,0	206,0	69,0	109,0	388,0	2000,0	608,0	155,0
4.2	394,4	0,7	0,1	1,3	2,4	7,0	2,9	3,6	10,0	1,5	10,0
4.3	1400,0	1630,0	852,0	2700,0	1,2	1140,0	2000,0	1,1	2300,0	3100,0	1100,0
5											
5.1	343	359	436	487	657	1008	1025	1235	1039	1190	1190
5.2	136225	237638	124861	178440	432945	432247	416097	460936	183960	976286	509788
6	81	83	68	35	58	70	39	71	58	112	55
7	208	297	293	204	316	367	256	322	283	176	185
8	31	36	31	16	58	35	40	41	32	32	35
9	1938,0	1367,7	7030,2	11746,7	3371,5	7676,6	854,5	659,9	6084,2	1016,8	1115,7
10	7,993	8,708	8,631	8,838	9,986	9,388	9,476	10,109	10,850	11,601	12,569

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2014 р.										
	14.04-18.04	21.04-25.04	28.04-30.04	05.05-08.05	12.05-16.05	19.05-23.05	26.05-30.05	02.06-06.06	10.06-13.06	16.06-20.06	23.06-27.06
1											
1.1	10646	10649	10647	10649	10650	10647	10642	10646	10650	10652	10658
1.2	400	400	400	400	400	400	400	403	401	401	400
1.3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
2	981598,4	981,2	978756,8	978348,4	980698,3	980689,5	980037,7	980258,1	966208,3	968260,4	971688,9
2.1	396,2	401,6	402,3	409,2	414,6	413,2	415,3	417,0	413,6	418,1	417
2.2	115459,3	115485,4	115477,0	115314,7	115507,6	115486,7	115491,5	115399,8	100924,8	100915,7	101040,4
2.3	9445,3	9445,3	9445,3	9340,6	9340,6	9340,5	9340,5	9340,5	9587,7	11026,7	11736,3
3	12710	12707	12700	12690	12695	12691	12685	12671	12759	12914	12934
3.1	4189	4194	4193	4190	4193	4190	4188	4184	4186	4183	4186
3.2	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
4											
4.1	454,0	172,0	531,0	1000,0	296	266	265	238	155	1800,0	1400,0
4.2	247,0	1,7	7,0	0,2	7	1,5	7	7	0,005	0,68	12,6
4.3	1750,0	1000,0	402,0	678,0	913	1300,0	4000,0	2000,0	679	5000,0	7600,0
5											
5.1	1575	2133	386	216	232	265	204	230	152	188	273
5.2	809914	857249	44946	46820	79846	137208	41440	46848	26508	118032	48446
6	34	38	50	37	45	35	35	75	48	46	50
7	223	141	93	56	126	95	98	75	79	99	97
8	41	29	24	20	28	23	29	29	17	25	54
9	2927,8	973,6	758,1	1214,7	20727,9	5305,8	6322,0	875,6	3106,2	1980,7	5121,8
10	11,227	11,383	11,402	11,594	11,755	11,715	11,775	11,826	11,729	11,855	11,823

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2014 р.										
	01.07- 04.07	07.07- 11.07	14.07- 18.07	21.07- 25.07	28.07- 01.08	04.08- 08.08	11.08- 15.08	18.08- 22.08	26.08- 29.08	01.09- 05.09	08.09- 12.09
1											
1.1	10655	10658	10657	10658	10660	10665	10671	10674	10675	10677	10676
1.2	401	401	401	401	401	401	401	400	400	429	430
1.3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
2	971791,7	974117,9	970601,3	970715,5	967591,1	967822,0	971717,0	972135,6	969563,4	969293,2	970899,00
2.1	429,0	424,1	422,4	488,4	511,9	539,5	563,6	573,3	583,6	549,8	563,5
2.2	101052,3	101053,3	101058,8	156984,4	157017,0	157086,9	157086,9	157389,9	157386,6	157630,7	157645,2
2.3	11736,3	11736,1	11736,1	11738,5	11702,8	11432,8	11432,2	11400,5	11400,5	11399,9	11398,8
3	12927	12920	12909	12929	12860	12855	12855	12849	12839	12834	12830
3.1	4184	4185	4183	4181	4181	4184	4184	4185	4183	4185	4189
3.2	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
4											
4.1	112,4	603,6	2000,0	774,0	103,0	140,0	784,0	74,0	1000,0	50,0	292,0
4.2	0,351	3,7	14,0	0,0	0,426	270,0	1,6	32,0	0,099	68,0	2,0
4.3	1800,0	967,5	1700,0	929,0	866,0	524,0	2600,0	1800,0	1800,0	3000,0	860,0
5											
5.1	494	338	249	227	203	188	208	220	179	247	197
5.2	302912	55537	47049	167768	19542	35297	25777	120648	16575	140315	35641
6	99	48	45	35	31	49	44	22	11	48	32
7	82	108	80	81	89	59	61	70	53	39	52
8	10	33	39	41	24	35	16	21	19	28	38
9	874,8	3151,1	139,6	430,7	515,2	398,9	359,8	128,3	0,1	673,8	120,8
10	11,785	11,694	11,649	11,753	11,963	12,607	13,135	13,365	13,606	12,822	12,950

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2014 р.										
	15.09- 19.09	22.09- 26.09	29.09- 03.10	06.10- 10.10	13.10- 17.10	20.10- 24.10	27.10- 31.10	03.11- 07.11	10.11- 14.11	17.11- 21.11	24.11- 28.11
1											
1.1	10680	10680	10681	10682	10688	10688	10690	10692	10691	10694	10695
1.2	430	430	430	431	432	432	432	432	432	432	432
1.3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	971140,1	975823,5	976544,4	976932,3	976796,7	982036,0	1086940,0	1089140,2	1091985,8	1088030,3	1080979,9
2.1	587,9	564,6	565,9	566,6	566,6	566,4	566,3	632,6	673,6	659,9	537,5
2.2	158616,1	158646,6	158655,2	158662,3	158659,1	158656,7	263272,2	263328,2	263356,4	263335,7	263334,5
2.3	11394,4	10896,8	10896,8	10881,8	10881,6	10858,7	10852,3	10852,3	10824,5	10824,4	10824,3
3	12830	12820	12822	12809	12814	12815	12808	12808	12825	12813	12802
3.1	4196	4194	4197	4199	4198	4196	4195	4196	4197	4190	4185
3.2	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	9
4											
4.1	310,0	117,0	263,0	628,0	540,0	223,0	75,0	104,8	1500,0	303,0	404,0
4.2	488,0	10,0	12,0	17,5	5,0	2,7	4,0	0,523	0,03	0,398	12,0
4.3	1000,0	904,5	2500,0	883,0	639,0	844,0	3800,0	1100,0	993,0	1130,0	1700,0
5											
5.1	197	209	487	320	265	200	218	246	223	264	228
5.2	99946	63807	768917	82015	27711	179525	197025	59468	22950	100476	55656
6	28	30	113	42	31	44	35	49	41	29	59
7	62	98	79	103	94	97	79	74	58	74	78
8	32	27	44	26	24	24	21	23	34	23	36
9	257,1	64,6	219,3	31,7	61,2	10,6	11,1	9,5	23,3	88,5	28,0
10	13,434	12,909	12,940	12,950	12,951	12,950	12,951	14,471	15,412	15,096	14,969

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2014 р.					Період 2015 р.					
	01.12-05.12	08.12-12.12	15.12-19.12	22.12-26.12	29.12-31.12	05.01.15-09.01.15	12.01.15-17.01.15	19.01.15-23.01.15	26.01.15-30.01.15	02.02.15-06.02.15	09.02.15-13.02.15
1											
1.1	10694	10697	10702	10703	10705	10705	10702	10701	10702	10704	10705
1.2	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432
1.3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1081883,1	1081665,3	1100108,0	1106267,3	1107023,6	1107248,0	1107967,4	1098161,7	1098111,4	1099958,6	1099334,1
2.1	553,1	564,0	565,8	565,6	651,8	649,9	654,8	651,4	663,9	950,7	1065,0
2.2	263800,2	263833,6	268552,1	268553,8	268540,2	268539,3	268541,8	268701,4	268700,6	268705,2	268711,7
2.3	10820,7	10814,8	10804,6	10804,3	10790,0	10788,1	10788,0	10788,0	10788,0	10788,0	10783,2
3	12799	12785	12787	12788	12773	12762	12757	12754	12753	12749	12752
3.1	4187	4184	4185	4185	4182						
3.2	9	9	9	9	9						
4											
4.1	657,0	185,0	711,0	442,0	477,0	10,0	462,0	214,0	745,0	608,0	5700,0
4.2	1,4	1,0	19,0	612,0	0,002	0,0	0,0	0,3	0,0	1,1	25,0
4.3	1500,0	2100,0	1600,0	6500,0	2200,0	316,0	332,0	2300,0	4100,0	3600,0	729,0
5											
5.1	262	224	254	282	169	326	357	320	248	268	372
5.2	134648	104740	250345	97217	16963						
6	76	28	23	35	21	118	65	62	48	74	79
7	27	80	80	60	49	21	74	123	86	103	107
8	20	30	31	42	9	8	20	38	29	29	25
9	25,8	384,0	86,4	581,4	327,5	34,28	77,67	9,19	82,11	7,54	68,82
10	15,415	15,711	15,769	15,769	15,769	15,750	15,876	15,792	16,158	23,131	25,919

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2015 р.										
	16.02.15- 20.02.15	23.02.15- 27.02.15	02.03.15- 06.03.15	09.03.15- 13.03.15	16.03.15- 20.03.15	23.03.15- 27.03.15	30.03.15- 03.04.15	06.04.15- 10.04.15	14.04.15- 17.04.15	20.04.15- 24.04.15	27.04.15- 30.04.15
1											
1.1	10705	10701	10700	10703	10701	10700	10698	10697	10698	10700	10702
1.2	432	432	432	432	432	432	432	432	431	431	431
1.3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1 104 130,3	1 103 379,4	1 107 160,1	1 106 756,0	1 103 184,7	1 097 277,7	1 100 435,2	1 099 907,4	1 097 623,1	1 098 082,8	1 097 561,0
2.1	1 142,7	1 138,6	938,6	885,2	949,8	963,5	963,1	960,0	878,4	923,0	863,9
2.2	268 711,7	268 680,9	268 670,4	268 664,4	268 660,8	268 663,5	268 664,0	268 664,0	268 395,0	268 376,3	268 450,4
2.3	10 782,4	10 782,4	10 777,3	10 771,6	10 770,5	10 770,5	10 767,4	10 766,8	10 766,5	10 761,4	10 761,4
3	12751	12744	12737	12725	12726	12718	12715	12709	12696	12962	12690
3.1											
3.2											
4											
4.1	6200,0	357,0	5600,0	89,0	126,0	913,0	3300,0	535,0	55,0	755,0	569,0
4.2	1,1	0,0	0,0	5,0	0,173	4,0	2,7	0,5	1900,0	3,8	42,0
4.3	2900,0	2000,0	1900,0	2400,0	2000,0	1200,0	2400,0	2300,0	1600,0	1400,0	3100,0
5											
5.1	408	505	801	736	1056	1106	850	863	1117	2331	584,00
5.2											
6	40	42	52	20	42	65	81	38	40	53	23
7	134	135	84	91	142	183	147	124	123	157	99
8	23	28	24	13	18	39	14	27	38	25	22
9	167,78	268,76	25,07	13,66	4,55	920,55	168,39	24,72	50,26	46,83	17,90
10	27,858	27,763	22,897	21,616	23,191	23,513	23,509	23,435	21,446	22,531	21,047

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2015 р.										
	05.05.15- 08.05.15	12.05.15- 15.05.15	18.05.15- 22.05.15	25.05.15- 29.05.15	02.06.15- 05.06.15	08.06.15- 12.06.15	15.06.15- 19.06.15	22.06.15- 26.06.15	30.06.15- 03.07.15	06.07.15- 10.07.15	13.07.15- 17.07.15
1											
1.1	10701	10701	10702	10702	10703	10703	10612	10611	10611	10593	10595
1.2	431	431	431	431	431	431	431	431	431	431	431
1.3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1097754,3	1097582,8	1097765,3	1112242,7	1114477,4	1114528,1	1115052,5	1122097,0	1122185,8	1121236,7	1121236,7
2.1	851,4	845,6	849,3	863,6	863,5	863,8	876,8	870,7	862,7	897,0	902,1
2.2	268449,8	268448,7	282246,1	291493,1	291493,3	291491,2	291571,3	291697,4	291697,4	291229,3	291239,8
2.3	10715,8	10715,8	10714,5	10714,5	10714,5	10712,2	10683,3	10683,3	10683,3	10683,3	10595,1
3	12690	12668	12656	12655	12661	12659	12654	12647	12648	12632	12630
3.1											
3.2											
4											
4.1	297,0	94,0	67,0	589,0	59,0	266,0	158,0	380,0	101,0	6504,0	5700,0
4.2	2,8	0,4	0,12	0,5	0,0	0,6	99,0	30,0	0,0	2,9	7,3
4.3	372,0	553,0	1762,0	3100,0	2700,0	1500,0	1030,0	3100,0	2100,0	744,0	657,0
5											
5.1	221	190	212	230	192	210	184	277	456	683	261
5.2											
6	35	34	47	22	32	29	36	32	90	31	21
7	82	75	84	113	91	95	93	89	62	83	84
8	20	23	0	30	19	33	33	22	19	37	18
9	6,66	93,58	63,74	63,80	31,95	36,42	39,05	130,01	199,62	26,08	54,89
10	20,722	20,569	20,679	21,048	21,014	21,027	21,329	21,196	21,012	21,848	21,987

Продовження табл. Б.1

Код	Період 2015 р.										
	20.07.15- 24.07.15	27.07.15- 31.07.15	03.08.15- 07.08.15	17.08.15- 21.08.15	25.08.15- 28.08.15	31.08.15- 04.09.15	07.09.15- 11.09.15	14.09.15- 18.09.15	21.09.15- 25.09.15	28.09.15- 02.10.15	05.10.15- 09.10.15
1											
1.1	10598	10603	10605	10611	10609	10609	10588	10588	10590	10588	10593
1.2	431	431	430	431	432	432	432	432	432	432	432
1.3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1120778,3	1121593,2	1120260,1	1118073,1	1118329,4	1133521,4	1134075,0	1134145,9	1131821,7	1131644,2	1134371,7
2.1	903,7	887,0	881,6	1279,5	1238,2	1278,6	1262,5	1255,0	1246,6	1228,3	1237,1
2.2	291287,0	291918,8	291918,9	291942,1	291950,1	292008,1	291047,9	291109,8	288390,9	288391,9	288379,0
2.3	10595,1	10595,0	10587,6	10584,9	10584,9	10584,8	10584,8	10584,8	10584,8	10562,9	10446,0
3	12615	12618	12609	12605	12602	12595	12592	12601	12600	12583	12575
3.1											
3.2											
4											
4.1	4000,0	1300,0	1000,0	989,0	1150,0	15000,0	1000,0	523,0	99,0	177,0	110,0
4.2	0,4	4,7	0,658	0,0	0,94	5,8	17,0	2,9	0,33	2,3	0,1
4.3	774,0	2100,0	1800,0	3100,0	1200,0	1300,0	1500,0	1300,0	1,4	2600,0	5500,0
5											
5.1	207	201	217	164	151	172	162	150	180	375	270
5.2											
6	29	16	44	37	19	44	29	15	28	66	57
7	115	139	58	72	56	78	77	69	92	115	94
8	28	19	32	30	20	18	14	23	17	23	27
9	15,37	19,36	27,37	65,29	25,65	82,22	46,41	15,55	73,45	186,44	10,40
10	22,016	21,612	21,484	21,396	22,031	22,016	21,739	21,598	21,464	21,153	21,299

Закінчення табл. Б.1

Код	Період 2015 р.											
	12.10.15 -16.10.15	19.10.15 -23.10.15	26.10.15 -30.10.15	02.11.15 -06.11.15	09.11.15 -13.11.15	16.11.15 -20.11.15	23.11.15 -27.11.15	30.11.15- 04.12.15	07.12.15- 11.12.15	14.12.15- 18.12.15	21.12.15 -25.12.15	28.12.15 -31.12.15
1												
1.1	10596	10597	10602	10606	10607	10608	10610	10609	10611	10609	10611	10610
1.2	432	433	433	433	433	433	433	433	433	433	433	433
1.3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1137188	1137916	113984	1140549	1143492	1142037	1138830	1140452	1141831	1142364	1165853	1199490
2.1	1260,4	1294,3	1329,3	1330,4	1329,4	1391,0	1376,7	1348,2	1365,0	1369,7	1339,4	1399,7
2.2	288389	28839	288350	288378	288385	288385	288384	288327,2	288283,1	288233,6	308218	337795
2.3	10446,0	10426,3	10424,6	10423,8	10423,8	10420,6	10420,6	10414,3	10414,3	10414,3	10412,7	10412,7
3	12575	12576	12576	12575	12582	12571	12568	12545	12523	12514	12500	12477
3.1												
3.2												
4												
4.1	2600,0	110,0	370,0	100,0	231,3	904,0	1400,0	3200,0	3900,0	928,0	2800,0	6100,0
4.2	0,0	0,0	0,1	0,6	0,7	0,15	0,08	45,0	0,98	0,37	0,90	339,0
4.3	4800,0	3400,0	3400,0	6200,0	23600,0	2800,0	967,0	920,0	1400,0	163,0	2700,0	4400,0
5												
5.1	273	178	188	200	194	164	213	249	180	182	197	127
5.2												
6	27	25	24	44	27	23	25	38	30	28	22	14
7	69	89	93	118	103	59	98	99	78	104	90	80
8	26	33	52	28	41	21	46	48	40	46	30	21
9	40,60	326,49	15,69	10,40	110,98	37,81	22,50	85,27	62,32	86,08	121,49	228,55
10	21,691	22,281	22,904	22,926	22,917	23,839	23,597	23,089	23,368	23,488	22,964	24,001

Таблиця Б.2

Вихідні дані багатofакторної моделі оцінки конгруентності депозитарної системи та фондового ринку

України

№п/п	Кількість емітентів (одиниць)	Об'єм цінних паперів дематеріалізованих випусків (млрд. грн)	Загальна номінальна вартість знерухомлених цінних паперів (млрд. грн)	Загальна сума операцій з переводу між рахунками депозитарних установ на загальну номінальну вартість (млрд. грн)	Загальна кількість операцій щодо складання реєстрів власників іменних цінних паперів / переліків акціонерів за запитами (одиниць)	Загальна кількість наданих інформаційних довідок, що складаються на основі реєстрів власник іменних цінних паперів за запитами емітентів (одиниць)	Загальна кількість адміністративних операцій по рахунках клієнтів внаслідок внесення змін до реєстрів юридичних осіб (одиниць)	Загальна номінальна вартість цінних паперів первинного розміщення (млрд. грн)	Курс долара США НБУ (грн.)	Індекс UX, пункти
	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x2	x3	
1	2	3	4	5	6	7	8	3	4	11
1.	10619	114,01	10,39	0,4560	621	93	100	0,3150	7,9930	895,68
2.	10622	114,02	10,39	0,7170	365	82	101	1,3000	7,9930	920,57
3.	10615	114,04	10,39	1,2000	306	73	151	1,2970	7,9930	849,06
4.	10612	114,32	10,39	1,4000	343	81	208	0,8461	7,9930	889,65
5.	10619	114,07	10,11	1,6300	359	83	267	1,3800	8,7080	900,39
6.	10624	114,08	10,10	0,8520	436	68	293	0,5710	8,6309	927,37
7.	10626	114,09	10,10	1,7000	487	65	264	1,0000	8,8380	933,91
8.	10625	114,10	10,00	1,1200	657	58	316	1,2060	9,9863	1119,23
9.	10634	114,12	9,92	1,1400	1008	70	367	0,0690	9,3879	1080,7
10.	10635	114,14	9,92	2,0000	1025	69	312	0,1090	9,4759	1003,58
11.	10637	114,16	9,92	1,6245	1235	71	322	0,3880	10,1092	1027,29
12.	10636	114,22	9,91	2,2300	1039	68	283	0,7800	10,8502	992,41
13.	10637	114,23	9,66	3,1000	1190	82	256	0,6080	11,6011	1081,83

Продовження табл. Б.2

1	2	3	4	5	6	7	8	3	4	11
14.	10639	114,25	9,66	2,8700	1190	75	215	0,1550	12,5691	1163,54
15.	10646	115,46	9,45	2,6500	1375	64	223	0,4540	11,2274	1105,65
16.	10649	115,49	9,45	1,8000	1233	58	241	0,1720	11,3832	1124,97
17.	10647	115,48	9,45	1,4020	886	50	193	0,5310	11,4016	1103,28
18.	10649	115,31	9,34	0,6780	716	37	156	1,0000	11,5938	1101,91
19.	10650	115,51	9,34	0,9130	548	45	126	0,2960	11,7552	1081,28
20.	10647	115,49	9,34	1,6700	265	35	95	0,2660	11,7151	1176,25
21.	10642	115,49	9,34	2,3200	204	35	98	0,2650	11,7750	1220,89
22.	10646	115,40	9,34	2,0000	230	45	75	0,2380	11,8258	1238,13
23.	10650	100,92	9,59	1,6790	152	48	79	0,1550	11,7288	1235,59
24.	10652	100,92	10,04	2,4800	188	46	99	0,8000	11,8546	1215,59
25.	10658	101,04	10,56	3,2600	273	50	97	1,4000	11,8233	1226,69
26.	10655	101,05	11,06	3,8000	494	59	82	1,1124	11,7845	1193,58
27.	10658	101,05	11,54	3,9675	338	68	108	0,6036	11,6938	1257,79
28.	10657	101,06	11,74	3,5700	249	55	80	1,8000	11,6491	1228,18
29.	10658	156,98	11,74	2,6929	227	48	81	0,7740	11,7528	1305,87
30.	10660	157,02	11,70	1,8566	203	31	89	0,1030	11,9633	1318,36
31.	10665	157,09	11,43	1,5200	188	39	59	0,1400	12,6068	1266,55
32.	10671	157,09	11,43	1,5400	208	44	61	0,7840	13,1355	1264,7
33.	10674	157,39	11,40	1,8000	220	32	70	0,0740	13,3654	1240,95
34.	10675	157,39	11,40	1,8000	179	21	53	1,0000	13,6058	1181,1
35.	10677	157,63	11,40	2,3400	247	38	39	0,0500	12,8222	1161,55
36.	10676	157,65	11,40	1,8600	197	32	52	0,2920	12,9501	1125,73
37.	10680	158,62	11,39	1,0000	197	28	62	0,3100	13,4341	1044,33
38.	10680	158,65	10,90	0,9045	209	36	98	0,1170	12,9088	1090,5
39.	10681	158,66	10,90	1,5000	487	53	79	0,2630	12,9405	1075,59
40.	10682	158,66	10,88	0,8830	320	42	103	0,6280	12,9500	1070,86
41.	10688	158,66	10,88	0,6390	265	31	94	0,5400	12,9512	1109,24
42.	10688	158,66	10,86	0,8440	200	44	97	0,2230	12,9504	1115,77

Продовження табл. Б.2

1	2	3	4	5	6	7	8	3	4	11
43.	10690	236,27	10,85	1,4800	218	35	79	0,0750	12,9507	1114,38
44.	10692	263,33	10,85	1,1000	246	49	74	0,1048	14,4707	1090,66
45.	10691	263,36	10,82	0,9930	223	41	58	0,5800	15,4124	989,52
46.	10694	263,34	10,82	1,1300	264	29	74	0,3030	15,0962	982,45
47.	10695	263,33	10,82	1,7000	228	37	78	0,4040	14,9693	971,77
48.	10694	263,80	10,82	1,5000	262	46	27	0,6570	15,4155	990,03
49.	10697	263,83	10,81	2,1000	224	48	80	0,1850	15,7107	934,86
50.	10702	268,55	10,80	1,6000	254	33	80	0,7110	15,7694	1002,38
51.	10703	268,55	10,80	2,1500	282	35	60	0,4420	15,7689	995,15
52.	10705	268,54	10,79	2,2000	169	21	49	0,4770	15,7686	1033,3
53.	10705	268,54	10,79	1,3160	326	38	21	0,0100	15,7496	1059,42
54.	10702	268,54	10,79	1,8320	357	55	74	0,4620	15,8764	1028,92
55.	10701	268,70	10,79	2,4300	320	62	123	0,2140	15,7921	1019,28
56.	10702	268,70	10,79	3,2000	248	48	86	0,7450	16,1578	991,42
57.	10704	268,71	10,79	3,6000	268	64	103	1,6080	21,1306	1055,68
58.	10705	268,71	10,78	2,7290	372	79	107	2,7000	25,9185	1107,41
59.	10705	268,71	10,78	2,9000	408	64	134	3,2000	27,8585	1098,93
60.	10701	268,68	10,78	2,4200	505	52	135	3,3570	27,7631	1124,88
61.	10700	268,67	10,78	1,9000	801	52	84	4,0600	22,8970	1107,31
62.	10703	268,66	10,77	2,4000	736	48	91	4,0890	21,6161	1073,19
63.	10701	268,66	10,77	2,0000	1056	42	142	3,1260	23,1906	1051,45
64.	10700	268,66	10,77	1,2000	1106	55	183	2,9130	23,5130	1007,91
65.	10698	268,66	10,77	1,8641	850	61	147	3,3000	23,5095	1045,25
66.	10697	268,66	10,77	2,3000	963	48	124	2,5350	23,4354	1016,28
67.	10698	268,40	10,77	1,6000	1217	40	123	2,0550	21,4459	1014,95
68.	10700	268,38	10,76	1,7300	1420	53	157	1,7550	22,5311	1065,38
69.	10702	268,45	10,76	2,4000	1682	43	99	1,5690	21,0468	1077,6
70.	10701	268,45	10,72	1,8423	1421	35	82	1,2970	20,7225	1068,82
71.	10701	268,45	10,72	1,5530	1190	34	75	1,0940	20,5693	1062,95

Продовження табл. Б.2

1	2	3	4	5	6	7	8	3	4	11
72.	10702	282,25	10,71	1,7620	870	47	84	0,0670	20,6788	1026,67
73.	10702	291,49	10,71	2,4236	620	42	113	0,5890	21,0482	1011,22
74.	10703	291,49	10,71	2,7000	412	32	91	0,0590	21,0137	992,13
75.	10703	291,49	10,71	2,3480	210	29	95	0,2660	21,0275	1009,89
76.	10668	291,57	10,68	2,8450	184	36	93	0,1580	21,3292	1007,1
77.	10631	291,70	10,68	3,1000	277	32	89	0,3800	21,1961	1024,62
78.	10611	291,70	10,68	2,6100	456	40	62	1,1010	21,0116	1015,48
79.	10593	291,23	10,68	1,7440	683	31	83	1,5040	21,8482	998,49
80.	10595	291,24	10,60	0,9570	361	21	84	1,7000	21,9867	981,57
81.	10598	291,29	10,60	0,7740	207	29	115	2,0000	22,0157	983,47
82.	10603	291,92	10,60	1,6200	201	16	139	2,3000	21,6118	975,72
83.	10605	291,92	10,59	1,8000	217	24	88	1,8000	21,4841	964,41
84.	10611	291,94	10,58	2,1000	164	37	72	0,9890	21,3962	976,8
85.	10609	291,95	10,58	1,8200	151	29	56	1,1500	22,0308	980,35
86.	10609	292,01	10,58	1,3000	172	44	78	1,0500	22,0156	980,86
87.	10588	291,05	10,58	1,5000	162	29	77	1,0000	21,7390	988,61
88.	10588	291,11	10,58	1,3000	150	15	69	0,5230	21,5981	950,06
89.	10590	288,39	10,58	1,8400	180	28	92	0,0990	21,4645	883,77
90.	10588	288,39	10,56	2,6000	375	36	115	0,1770	21,1533	880,28
91.	10593	288,38	10,45	3,3500	270	47	94	0,1100	21,2993	843,48
92.	10596	288,39	10,45	4,2000	273	37	69	0,6000	21,6906	804,99
93.	10597	288,40	10,43	3,8000	178	25	89	0,1100	22,2806	777,11
94.	10602	288,35	10,42	3,6200	188	24	93	0,3700	22,9040	793,19
95.	10606	288,38	10,42	3,8600	200	38	118	0,1000	22,9255	765,17
96.	10607	288,38	10,42	3,6000	194	27	103	0,2313	22,9172	739,04
97.	10608	288,38	10,42	2,8000	164	23	59	0,9040	23,8391	702,35
98.	10610	288,38	10,42	1,9670	213	25	98	1,8000	23,5973	714,41
99.	10609	288,33	10,41	1,9200	249	38	99	2,8000	23,0888	696,68
100.	10611	288,28	10,41	2,2400	180	30	78	3,5000	23,3683	694,89

Продовження табл. Б.2

1	2	3	4	5	6	7	8	3	4	11
101.	10609	288,23	10,41	2,8630	182	28	104	4,0200	23,4877	670,67
102.	10611	308,22	10,41	3,5700	197	22	90	5,2000	22,9645	665,84
103.	10610	337,79	10,41	4,4000	127	14	80	6,1000	24,0007	685,86

STATISTICA - [Workbook1* - Regression Summary for Dependent Variable: y (Model)]

File Edit View Insert Format Statistics Data Mining Graphs Tools Data Window Help

Workbook1*
Multiple Regression (Model)
Regression residuals
Summary Statistics
Regression Summary

Regression Summary for Dependent Variable: y (Model)
R= .81940409 R²= .67142305 Adjusted R²= .63962529
F(9,93)=21,115 p<.00000 Std. Error of estimate: 88,250

	Beta	Std. Err. of Beta	B	Std. Err. of B	t(93)	p-level
N=103						
Intercept			-15382,3	2926,305	-5,25657	0,000001
x1	0,41167	0,076079	1,5	0,281	5,41100	0,000000
x2	-1,14080	0,151448	-2,2	0,287	-7,53259	0,000000
x3	0,18498	0,076573	50,6	20,929	2,41577	0,017656
x4	-0,05926	0,066649	-9,8	11,033	-0,88919	0,376196
x5	0,11136	0,085286	0,0	0,034	1,30578	0,194848
x6	-0,13119	0,087093	-1,1	0,747	-1,50636	0,135364
x7	-0,14918	0,099844	-0,3	0,213	-1,49413	0,138526
x8	-0,22067	0,074725	-27,0	9,136	-2,95311	0,003983
x9	0,56663	0,167651	15,3	4,539	3,37985	0,001061

Рис. Б.1. Результати показників оцінки точності моделі (лінійний тип) до видалення мультиколінеарних незалежних змінних

Ітоги регресии для зависимой переменной: Var10 (Таблица данных1)						
R= ,76304843 R ² = ,58224290 Скорректир. R ² = ,56958359						
F(3,99)=45,993 p<.00000 Станд. ошибка оценки: 96,445						
N=103	БЕТА	Стд.Ош. БЕТА	B	Стд.Ош. B	t(99)	p-уров.
Св.член			-19648,577	2586,494	-7,59661	0,000000
Var1	0,534486	0,065942	1,973	0,243	8,10539	0,000000
Var2	-0,679289	0,078688	-1,287	0,149	-8,63267	0,000000
Var6	-0,231555	0,079406	-19,468	6,676	-2,91609	0,004385

Рис. Б.2. Результати показників оцінки точності моделі (після видалення мультиколінеарних та після видалення факторів, які віднесено до групи незначущих)

Продовження додатку Б

Итоги регрессии для зависимой переменной: Var10 (Таблица данных1)						
R= ,65730682 R2= ,43205226 Скорректир. R2= ,42069330						
F(2,100)=38,036 p<,00000 Станд. ошибка оценки: 111,89						
N=103	БЕТА	Стд. Ош. БЕТА	В	Стд. Ош. В	t(100)	p-уров.
Св.член			-17560,7	2968,306	-5,91607	0,000000
Var1	0,477390	0,075418	1,8	0,278	6,32991	0,000000
Var9	-0,433837	0,075418	-11,7	2,042	-5,75242	0,000000

Рис. Б.3. Результати показників оцінки точності моделі (після видалення мультиколінеарних та після видалення факторів, які віднесено до групи незначущих)

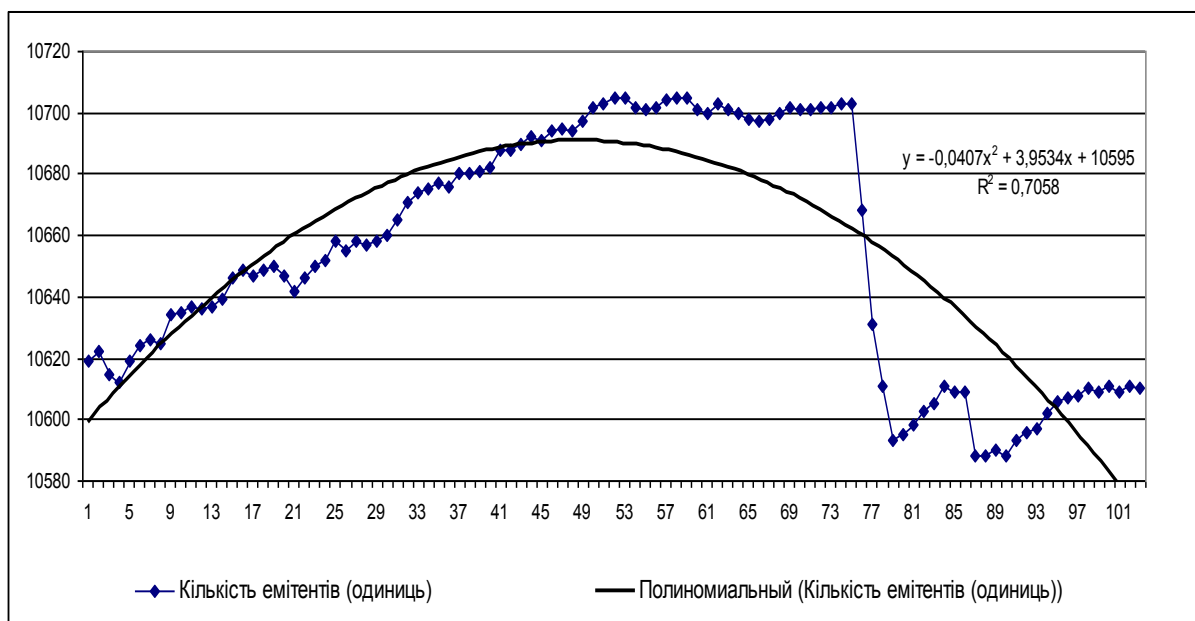


Рис. Б.4. Динаміка кількості емітентів (одиниць) за 2014-2015 рр. та поліноміальна лінія тренду (власні розрахунки)

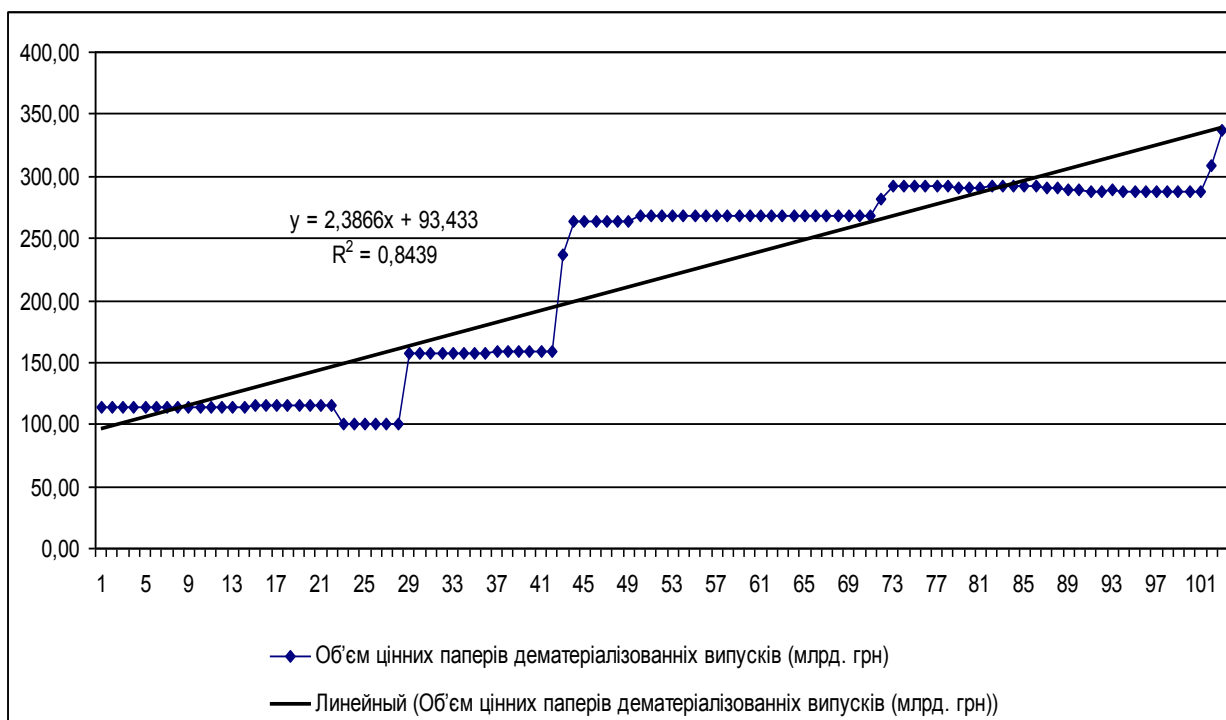


Рис. Б.5. Динаміка об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків (млрд. грн) за 2014-2015 рр. та лінійна лінія тренду (власні розрахунки)

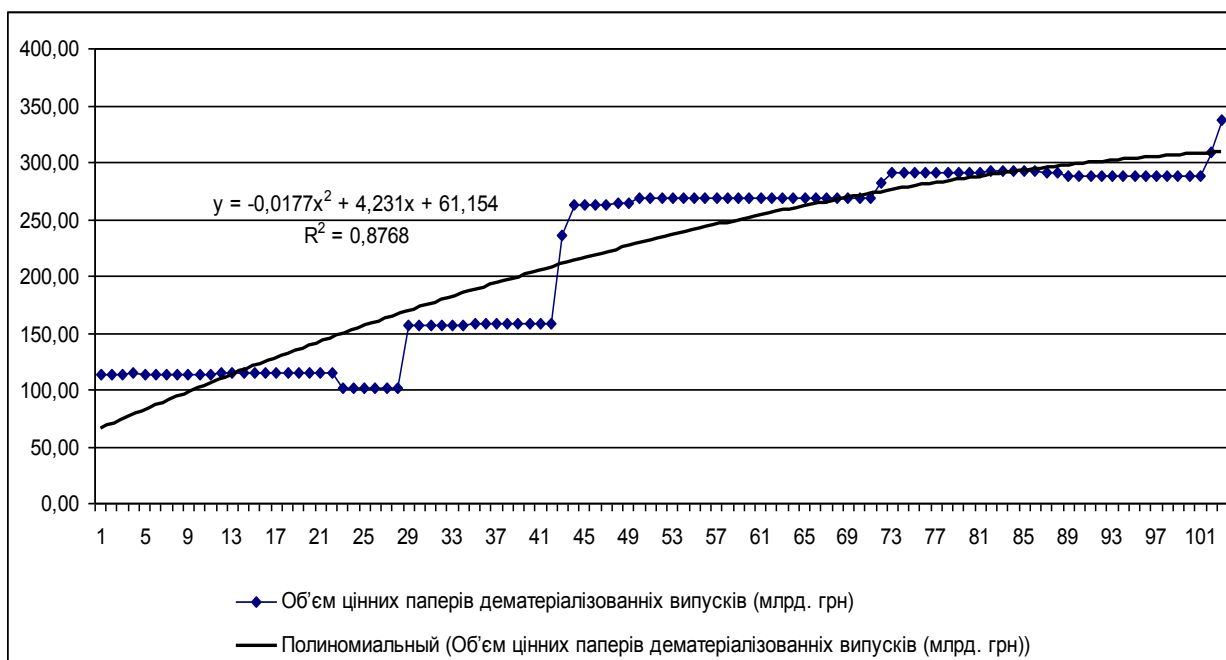


Рис. Б.6. Динаміка об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків (млрд. грн) за 2014-2015 рр. та поліноміальна лінія тренду (власні розрахунки)

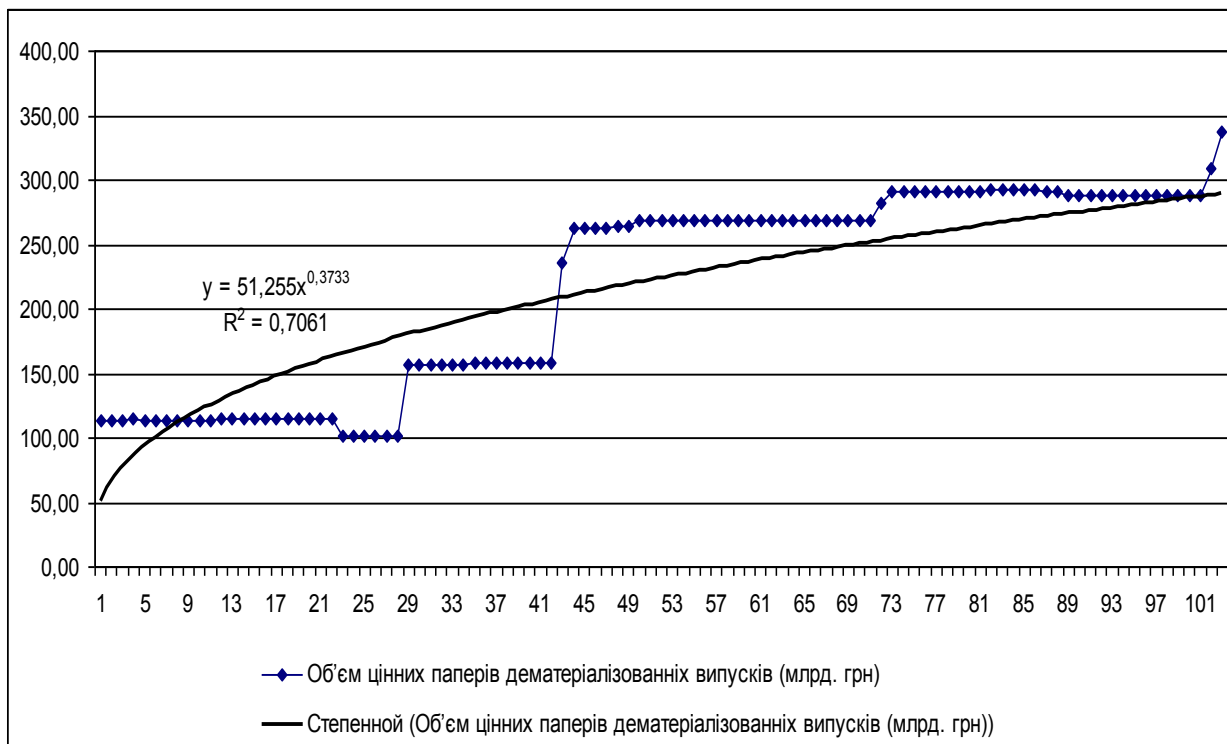


Рис. Б.7. Динаміка об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків (млрд. грн) за 2014-2015 рр. та степенева лінія тренду (власні розрахунки)

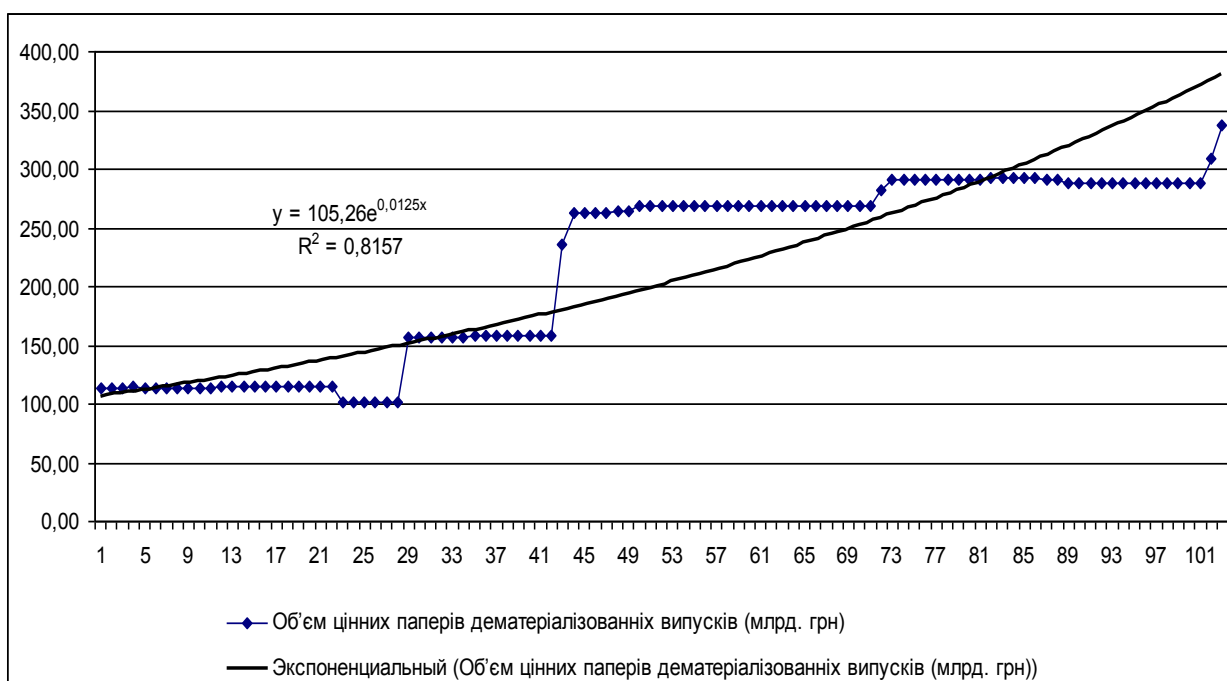


Рис. Б.8. Динаміка об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків (млрд. грн) за 2014-2015 рр. та експоненційна лінія тренду (власні розрахунки)

Продовження додатку Б

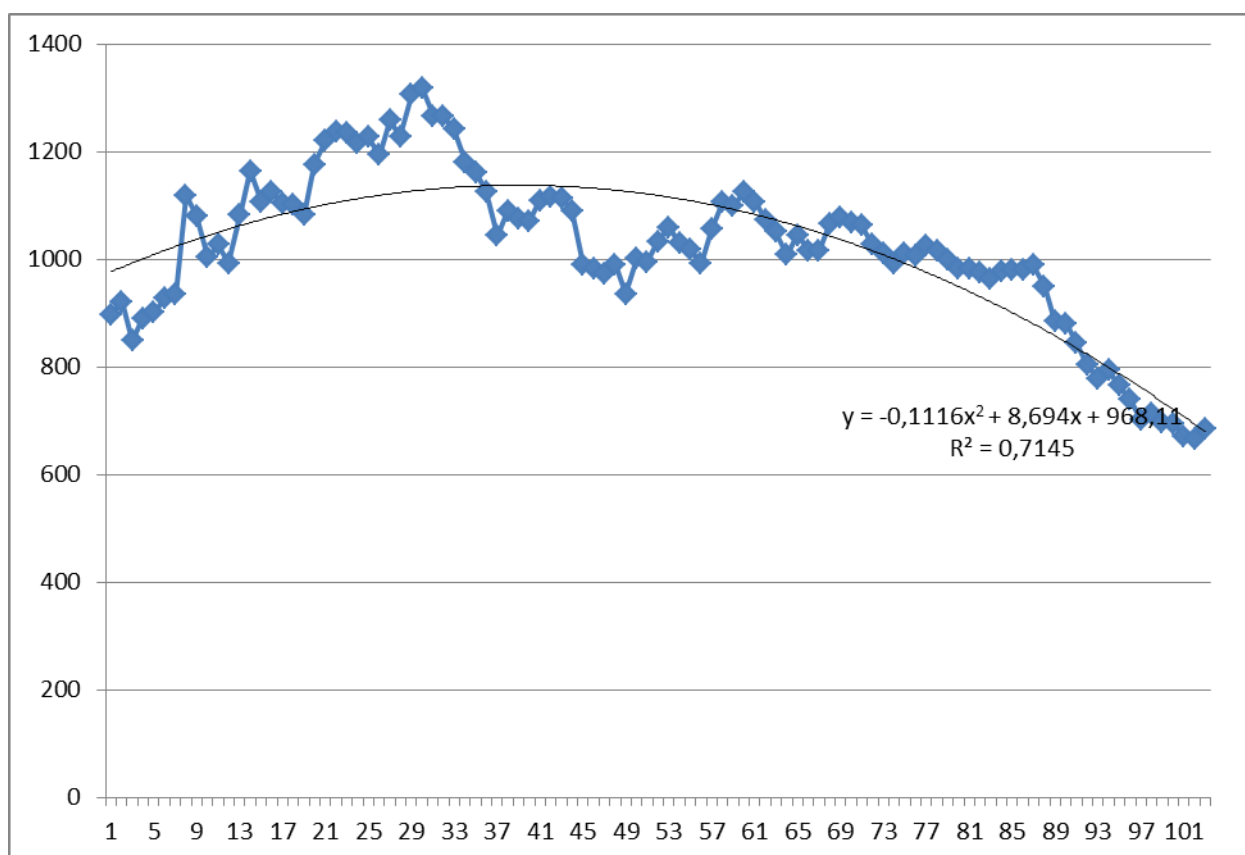


Рис. Б.9. Динаміка індексу *UX* (пункти) за 2014-2015 рр. та поліноміальна лінія тренду (власні розрахунки)