

Школьник І. О., Червякова С. В.

РЕФОРМУВАННЯ ВІТЧИЗНЯНОЇ РОЗРАХУНКОВО-КЛІРИНГОВОЇ СИСТЕМИ ЯК ПЕРЕДУМОВА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ПРОЦЕСІ ІРО

У статті досліджено шляхи реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумови забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі первинного публічного розміщення акцій (ІРО). Авторами запропоновано схему взаємодії учасників на ринку при роботі центрального депозитарію та центральної клірингової установи.

Ключові слова: первинне публічне розміщення акцій (ІРО), депозитарна система, розрахунково-клірингова система, модель організації ринку цінних паперів

Рис.: 4. *Бібл.:* 5.

Школьник Інна Олександрівна – доктор економічних наук, професор, проректор, Українська академія банківської справи Національного банку України (вул. Петропавлівська, 57, Суми, 40030, Україна)

Email: inna_shkolnik@ukr.net

Червякова Світлана Володимирівна – асистент, кафедра теоретичної та прикладної економіки, Українська академія банківської справи Національного банку України (вул. Петропавлівська, 57, Суми, 40030, Україна)

Email: sv_ukr@ukr.net

УДК 338.49:336.763

Школьник И. А., Червякова С. В.

РЕФОРМИРОВАНИЕ ОТЕЧЕСТВЕННОЙ РАСЧЕТНО-КЛИРИНГОВОЙ СИСТЕМЫ КАК ПРЕДПОСЫЛКА ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ПРОЦЕССЕ ІРО

В статье исследованы пути реформирования отечественной расчетно-клиринговой системы как предпосылки обеспечения эффективности функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг в процессе первичного публичного размещения акций (ІРО). Автором предложена схема взаимодействия участников на рынке при работе центрального депозитария и центрального клирингового учреждения.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций (ІРО), депозитарная система, расчетно-клиринговая система, модель организации рынка ценных бумаг

Рис.: 4. *Библ.:* 5.

Школьник Инна Александровна – доктор экономических наук, профессор, проректор, Украинская академия банковского дела Национального банка Украины (ул. Петропавловская, 57, Сумы, 40030, Украина)

Email: inna_shkolnik@ukr.net

Червякова Светлана Владимировна – ассистент, кафедра теоретической и прикладной экономики, Украинская академия банковского дела Национального банка Украины (ул. Петропавловская, 57, Сумы, 40030, Украина)

Email: sv_ukr@ukr.net

UDC 338.49:336.763

Shkolnik I. A., Chervyakova S. V.

REFORM OF THE NATIONAL CLEARING AND SETTLEMENT SYSTEM AS A PREREQUISITE FOR ENSURING THE FUNCTIONING OF THE SECURITIES MARKET INFRASTRUCTURE DURING IPO

The paper investigates ways of reforming the national clearing and settlement system as a precondition for the functioning of the securities market infrastructure during initial public offering (IPO). The author proposed interaction scheme participants in the market at work central depository and central clearing institution.

Keywords: initial public offering (IPO), the depository system, clearing and settlement system, the model of the stock market

Рис.: 4. *Библ.:* 5.

Shkolnik Inna A. – Doctor of Science (Economics), Professor, Pro-rector, Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine (vul. Petropavlivska, 57, Sumy, 40030, Ukraine)

Email: inna_shkolnik@ukr.net

Chervyakova Svetlana V. – Assistant, Department of the Theoretical and Applied Economics, Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine (vul. Petropavlivska, 57, Sumy, 40030, Ukraine)

Email: sv_ukr@ukr.net

Постановка проблеми. За період з 2008 року до сьогодні світова фінансова криза та дії учасників ринку цінних паперів привели до суттєвого його переформатування, зміни в багатьох проблемних питаннях та оголення нових проблем. На сьогодні для відновлення ефективної роботи вітчизняного ринку цінних паперів необхідно вирішити

низку взаємозалежних питань: підвищити попит на фінансові інструменти ринку цінних паперів та наростити капіталізацію ринку в цілому, подолати низку організаційних проблем та інше.

Розвиток та консолідація біржової, розрахунково-депозитарної, клірингової, реєстраторської інфраструкту-

ри українського ринку цінних паперів є важливим завданням, вирішення якого стає передумовою для посилення його конкурентоспроможності та поживлення операцій первинного публічного розміщення акцій вітчизняними підприємствами.

Аналіз останніх публікацій. Розробленням тематики цього наукового дослідження займалася досить велика кількість учених, зокрема А. Головка, Д. Покришка, О. Собкевич, М. Скиба, Геррі Картнер і багато інших. Однак проблема ефективності здійснення депозитарною та розрахунково-кліринговою системою своїх функцій залишається актуальною.

Мета статті полягає у дослідженні шляхів реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумови забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі первинного публічного розміщення акцій (IPO).

Виклад основного матеріалу. На сьогодні відбуваються дискусії між урядом, державними органами, науковцями, економістами та учасниками ринку цінних паперів щодо розробки та прийняття комплексної програми розвитку національного ринку цінних паперів.

Одним із перших кроків до створення консолідованої біржової інфраструктури, на нашу думку, є вибір моделі побудови інфраструктури ринку цінних паперів, яка дозволить сконцентрувати необхідні управлінські, технологічні та фінансові ресурси. Така модель не повинна бути точною копією тієї інфраструктури, яка склалася на світових ринках цінних паперів. При виборі української моделі консолідованої біржової інфраструктури необхідно враховувати вже сформовані зв'язки та розстановку сил на українському ринку; наявність існуючих інфраструктурних інститутів, які розвиваються, – реєстраторів, депозитаріїв, фондових бірж, інших; наявні схеми контролю та управління інфраструктурою. З іншого боку, необхідно мати на увазі, що на провідних ринках цінних паперів також відсутня єдина для всіх модель інфраструктури, разом з тим, найбільш вира-

женою тенденцією є укріплення моделі вертикальної інтеграції інфраструктурних організацій, яка передбачає наявність розрахунково-депозитарних, клірингових інститутів у структурі біржової групи.

Основними тенденціями у світовій фінансовій системі є консолідація біржової торгівлі та ліквідація «зайвих» депозитаріїв на національних та глобальних ринках.

Як приклад успішної організації інфраструктури ринків цінних паперів наведемо основні параметри розрахунково-клірингової інфраструктури найбільших фінансових ринків світу, подані на рис. 1.

Про необхідність функціонування єдиної національної фондової біржі було задекларовано в Концепції функціонування та розвитку фондового ринку, затвердженій Верховною Радою України в 1995 році. Однак замість однієї фондової біржі за 17 років в Україні утворилось 13 організаторів торгівлі цінними паперами. Проте слід наголосити на тому, що останнім часом йде активна дискусія щодо об'єднання двох найбільших бірж України – ПФТС та Української біржі. Такі процеси стимулюватимуть підвищення активності на вітчизняному ринку цінних паперів, що сприятиме зростанню його ліквідності

Також державою була зроблена спроба утворити незалежний від біржових груп Національний депозитарій, що було закріплено у Законі України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», однак певна незавершеність моделі створення центрального депозитарію опосередковано спровокувала конфліктність відносин навколо цієї установи. Крім того, Національний банк України та Міністерство фінансів України ініціювали створення ще одного нового депозитарію, який також претендує на роль центрального [2].

Сьогодні вже стало очевидним, що через відсутність добре налагодженої безризикової системи укладення угод страждає ліквідність українського ринку цінних паперів та гальмується його розвиток. Наприклад, співвід-

	США		Великобританія	Франція	Нідерланди	Німеччина
Біржа (Cash Equities Trading)	Нью-Йоркська фондова біржа	Електронна біржа NAS-DAQ	Лондонська фондова біржа, LSE	Euronext		Німецька біржа Deutsche Borse
Клірингова організація (Clearing House)	NSCC (100% дочка DTCC, контроль над DTCC належить користувачам і біржам)		LCH.Clearnet (45% належить користувачам, 10% – Euroclear, 45% – біржам)			Eurex Clearing (належить Німецькій Біржі)
Розрахункова система (Settlement System)	CSD (100% дочка DTCC, контроль над DTCC належить користувачам і біржам)		CREST	Euroclear France	Euroclear Nederland	Clearstream Banking Frankfurt (належить Німецькій Біржі)
			(належить Euroclear)			

Рис. 1. Інфраструктура основних фінансових ринків (складено автором на основі [1])

ношення обсягу біржових угод до капіталізації (основний показник ліквідності) в Україні не перевищує 3%. Для порівняння: у сусідніх країнах (Угорщині, Польщі та Росії) цей показник перевищує в середньому 60%. Однією з головних проблем вітчизняної інфраструктури є відсутність централізованого клірингу та системи «поставка проти платежу». На ринку домінують рейтингові котировки, які не відображають реальної вартості цінних паперів. За статистикою, з десяти угод, які укладаються на ринку котировок ПФТС, вісім у результаті скасовуються сторонами у депозитарії.

Існуюча українська схема розрахункових депозитаріїв наведена на рис. 2.

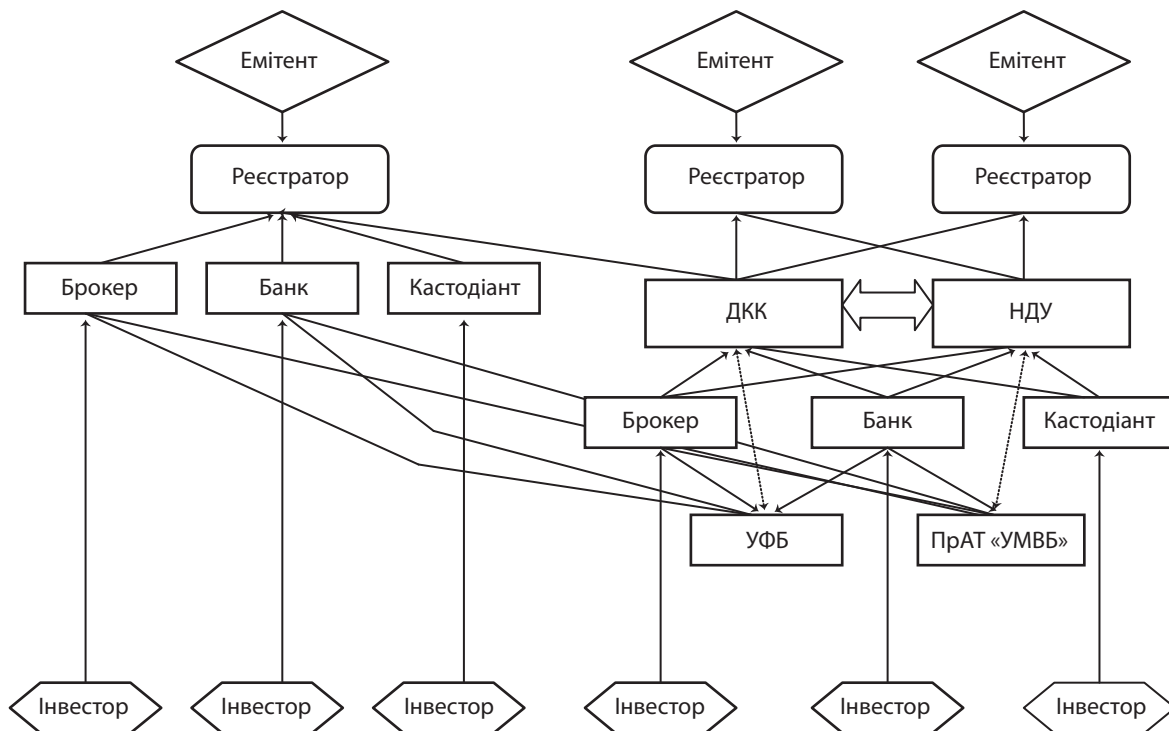


Рис. 2. Модель розрахункових депозитаріїв в Україні (складено автором на основі [3; 4])

на підвищення результативності яких, насамперед, має бути спрямоване державне регулювання, є такі:

- наявність механізмів поставки проти платежу;
- наявність належної законодавчої бази;
- забезпечення захисту цінних паперів клієнта;
- створення та ефективне функціонування центрального депозитарію цінних паперів;
- формування впевненості інвесторів у надійності механізмів системи;
- ефективність механізмів клірингу та розрахунків;
- прозорість системи;
- наявність механізмів управління ризиками;
- належний регуляторний нагляд;
- технічна надійність системи.

Розглянемо можливість побудови трирівневої системи номінального тримання. Відкривати рахунки номінального тримання в реєстрах акціонерів зможе не будь-який

Створення моделі інфраструктури українського ринку цінних паперів, в якій би всі інститути працювали на загальну мету зростання капіталізації ринку та підвищення його ліквідності, дозволить говорити про її організаційну готовність до ролі одного з фінансових центрів, який має достатній ступень інтеграції, капіталізації та захищеності від можливих поглинань з боку інших вертикально-інтегрованих біржових структур, які діють на глобальному фінансовому ринку. У зв'язку з цим існує необхідність побудови оптимальної схеми проведення взаємозаліків для вітчизняної економіки [5].

Як зазначають американські експерти, основними чинниками розвитку розрахунково-клірингової системи,

депозитарій, як в даний час, а тільки центральний. Другий і третій рівень займають розрахункові та кастодіальні депозитарії. Оскільки рахунок номінального утримувача в реєстрі відкритий тільки в центральному депозитарію, то звертатися за підтвердженням права власності треба в цей єдиний центр. Центральний депозитарій візьме на себе роль номінального утримувача в реєстрах, будучи некомерційною організацією з регульованими державою тарифами.

Звертатися в центральний депозитарій може той депозитарій, де в інвестора відкритий рахунок, проте даний механізм буде простим і зрозумілим, і складається лише з двох звернень: в центральний депозитарій і до реєстру акціонерів. При запропонованій системі замаскувати факт володіння акціями не вдасться, та інформація по всіх компаніях стане прозорою. У функції центрального депозитарію буде входити не тільки здійснення депози-

тарної діяльності, а й облік цінних паперів і контроль за їх рухом.

Центральний депозитарій візьме на себе проведення грошових розрахунків і клірингу по операціях із цінними паперами. Число центральних депозитаріїв проектом закону не обмежується, але передбачуваний центральний депозитарій повинен володіти статутним капіталом не менше 1 млрд грн. На роль центрального депозитарію зможуть претендувати тільки ті депозитарії, які мають досвід роботи в якості розрахункового депозитарію не менше п'яти років і рейтинг міжнародного агентства Thomas Murray.

На думку експертів, для активного залучення іноземних портфельних і стратегічних інвесторів, бажано створення як центрального розрахункового депозитарію, так і центрального реєстратора. Діяльність центрального депозитарію призведе до зниження транзакційних витрат, а організація центрального реєстратора підвищить гарантії збереження пакетів акцій. У той же час дочірні структури інвестиційних банків, що виконують для західних інвесторів роль кастодіанів-зберігачів пакетів українських акцій, бачать в появі центрального реєстратора конкурентну загрозу для власного бізнесу.

З огляду на вищесказане, розглянемо більш детально основні шляхи вирішення макропроблем вітчизняного ринку цінних паперів, що дозволить підвищити прива-

бливість вітчизняного фондового ринку для проведення на ньому первинного публічного розміщення акцій. Зазначені проблеми можливо вирішити лише за допомогою активних дій з боку держави на підтримку якісних змін на фондовому ринку.

Варіанти запропонованих моделей центрального (розрахункового) депозитарію показані на рис. 3 – 4.

При цьому, говорячи про створення центрального депозитарію, варто зазначити, що доцільно передати центральному депозитарію розрахункові та облікові функції, тоді як клірингові функції варто залишити за окремою установою з їх поступовою передачею фондовим біржам. Це дозволить нівелювати фінансові ризики для центрального депозитарію та спростити процедуру клірингу для учасників ринку.

Пропонується також провести роботу над «Законом про клірингову діяльність». В даний час в Україні відсутня центральна клірингова організація і центральний кліринговий контрагент. Існуючий кліринг – це перевірка і підтвердження взаємних зобов'язань. Для проведення остаточних розрахунків клірингова організація звіряє зобов'язання сторін і переводить цінні папери або гроші. Вона зводить попарно доручення сторін і визначає зобов'язання. В українській схемі клірингу відсутній центральний кліринговий контрагент. Створення останнього необхідно для знижен-

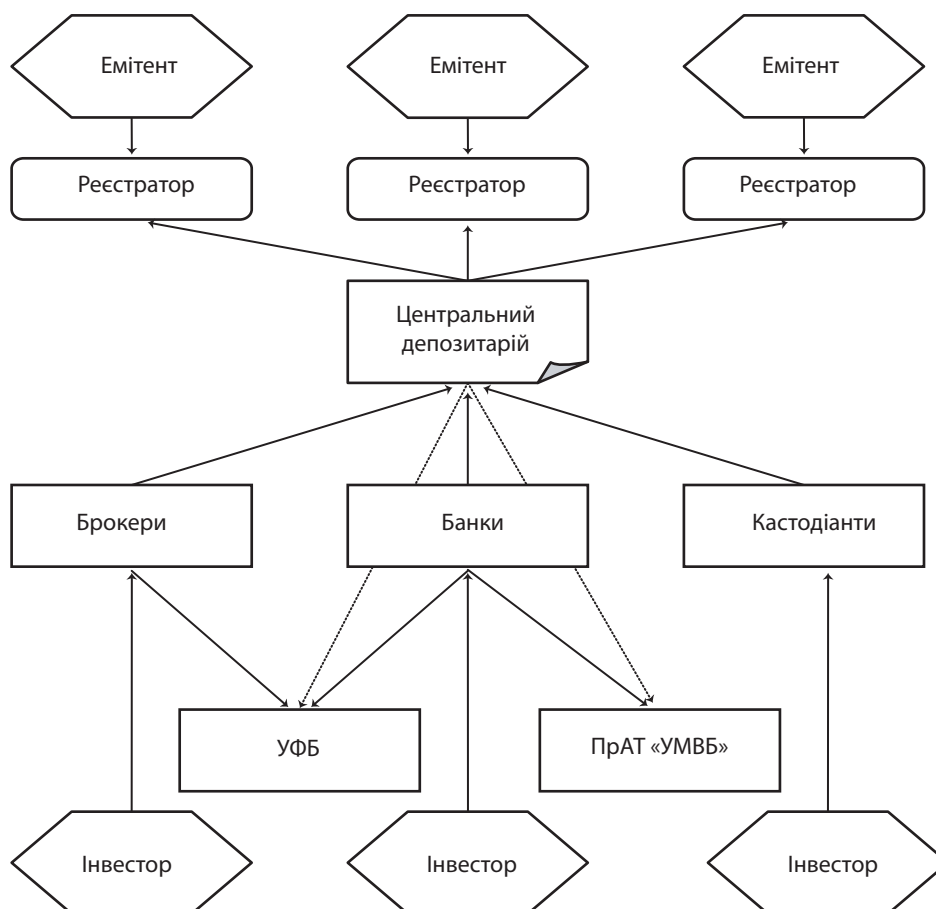


Рис. 3. Перспективна модель центрального депозитарію
(складено автором)

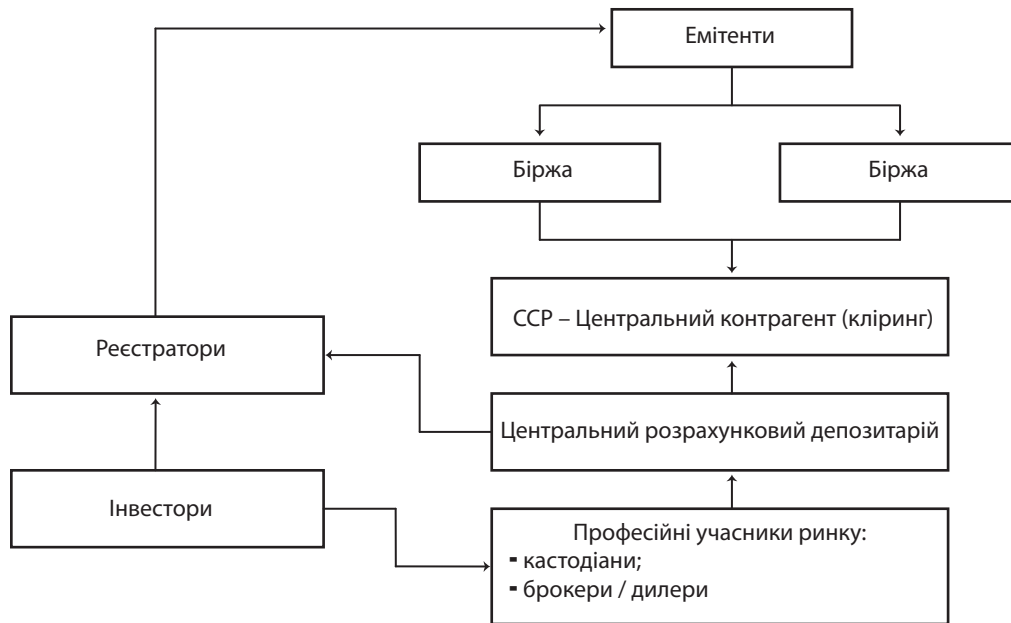


Рис. 4. Проект утворення центрального депозитарію в Україні
(складено автором)

ня транзакційних витрат і підвищення конкурентоспроможності українських фондових ринків.

У числі інших запропонованих змін – введення емісійного номінального рахунку в реєстрі, який відкривається розрахунковим депозитарієм для проведення класичного IPO. При цьому передбачувані до розміщення акції будуть зараховуватися з рахунку в реєстрі на вказаний емісійний рахунок, з якого і проводиться розміщення. При такому порядку скоротиться час на операції з акціями в реєстрі. Пропонується також ввести стимулюючі тарифи для емісійного рахунку. В даний час неможливість відкриття такого рахунку по акціях в депозитарії призводить до того, що розміщення повинно відбуватися з емісійного рахунку у реєстратора. Це значно збільшує час виконання операцій: від режиму реального часу до одного-трьох днів, а також не дозволяє користуватися депозитарними перекладами на умовах поставки проти платежу.

Відкриття емісійних рахунків нового типу скоротить час зарахування розміщених акцій до одного дня, а також допоможе конструювати більш гнучкі схеми розміщення.

Висновки. По мірі проведення реформи розрахунково-клірингової системи, а також створення центральної клірингової організації та центрального депозитарію підвищиться конкурентоспроможність українського ринку цінних паперів. Схема взаємодії учасників на ринку при роботі центрального депозитарію та центральної клірин-

гової установи полягає в тому, що учасники ринку співпрацюють і з фондовою біржею, і з центральною кліринговою організацією, і з центральним депозитарієм через зберігачів. у свою чергу інші оператори взаємодіють між собою в питаннях проведення операцій і їх обліку. В ідеалі дана система буде максимально автоматизована і забезпечить зручність здійснення розрахунків для учасників торгів, що буде стимулювати проведення первинного публічного розміщення акцій в Україні.

ЛІТЕРАТУРА

1. FSA Handbook of Rules and Guidance [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fsa.gov.uk/handbook>
2. Бралатан В. П. Розвиток біржового ринку в Україні: Історія діяльності товарних бірж в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://revolution.allbest.ru/bank/00094454_9.html
3. Роберт Л. Сміт Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації // USAID, 17 січня 2006 року. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.usaid.com.ua>
4. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 липня 2001 року // Відомості Верховної Ради. – 2002. – № 1. – Ст. 1.
5. Гроші та кредит: підручник [Текст] / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін. [за заг. ред. М. І. Савлука]. – К.: КНЕУ, 2001. – 599 с.