

УДК 336.76

Клименко К. В.

ОСОБЛИВОСТІ БОРТЬБИ З МАНІПУЛЮВАННЯМ ТА ФІКТИВНИМИ ЕМІТЕНТАМИ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

Розглянуто заходи боротьби з маніпулюванням і фіктивними емітентами на фондовому ринку України в контексті євроінтеграційних процесів. Усебічно проаналізовано проблеми розвитку цього ринку, пов'язані з проведенням активної системної протидії зловживанням та правопорушенням на ньому. Наголошено на необхідності створення універсальної бази даних щодо діяльності учасників фондового ринку між Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Державною фіскальною службою України й державними реєстраторами. Вона дасть змогу дослідити інформацію стосовно учасників ринку (їх створення, склад засновників, кількість фіктивних цінних паперів та їхня вартість й обіг, строк існування таких емітентів тощо), а також розробити прозорішу звітність емітентів цінних паперів, що дасть можливість отримати повну картину всіх зловживань і оптимізаційних схем та вжити відповідних заходів. Надано пропозиції щодо комплексного розв'язання проблем очищення ринку від фіктивних цінних паперів. Обґрунтовано доцільність внесення змін до чинної нормативно-правової бази для боротьби з протиправними операціями на вітчизняному фондовому ринку. Зокрема, підкреслюється необхідність прийняття проектів Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки “Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання”, а також Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо імплементації стандартів IOSCO та виконання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом в частині протидії зловживанням на фондовому ринку”.

Ключові слова: маніпулювання, фіктивність, фондовий ринок, біржа, емітент цінних паперів.

Табл. 1. Літ. 27.

Клименко К. В.

ОСОБЕННОСТИ БОРЬБЫ С МАНИПУЛИРОВАНИЕМ И ФИКТИВНЫМИ ЭМИТЕНТАМИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ УКРАИНЫ В КОНТЕКСТЕ ЕВРОИНТЕГРАЦИИ

Рассмотрены меры борьбы с манипулированием и фиктивными эмитентами на фондовом рынке Украины в контексте евроинтеграционных процессов. Всесторонне проанализированы проблемы развития этого рынка относительно проведения активного системного противодействия злоупотреблениям и правонарушениям на нем. Акцент сделан на необходимости создания универсальной базы данных о деятельности участников фондового рынка между Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку, Национальной комиссией, осуществляющей государственное регулирование в сфере рынков финансовых услуг, Государственной фискальной службой Украины и государственными регистраторами. Она позволит отследить информацию в отношении участников рынка ценных бумаг (их создание, состав учредителей, количество фиктивных ценных бумаг и их стоимость и об-

© Клименко К. В., 2016

ращение, срок существования таких эмитентов и т. д.), а также разработать более прозрачную отчетность эмитентов ценных бумаг, что позволит получить полную картину всех злоупотреблений и оптимизационных схем и принять соответствующие меры. Даны предложения по комплексному решению проблем очистки рынка от фиктивных ценных бумаг. Обосновано целесообразность внесения изменений в действующую нормативно-правовую базу с целью борьбы с правонарушениями на отечественном фондовом рынке. В частности, подчеркивается необходимость принятия проектов Программы развития фондового рынка Украины на 2015–2017 годы “Европейский выбор – новые возможности для прогресса и роста”, а также Закона Украины “О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно имплементации стандартов IOSCO и выполнения Соглашения об ассоциации между Украиной и Европейским Союзом в части противодействия злоупотреблениям на фондовом рынке”.

Ключевые слова: манипулирование, фиктивность, фондовый рынок, биржа, эмитент ценных бумаг.

Kateryna Klymenko

DISTINCTIVE FEATURES OF COMBATING MANIPULATION AND FICTITIOUS ISSUERS IN THE STOCK MARKET OF UKRAINE IN THE CONTEXT OF EUROPEAN INTEGRATION

This article addresses measures to combat market manipulation and fictitious issuers in the stock market of Ukraine in the context of European integration. The article provides a comprehensive analysis of the market development problems relating to the active and systemic combat against market abuse and offences. Emphasis is placed on the need to create a universal database of the activities of stock market participants between National Securities and Stock Market Commission (NSSMC), National Commission for the State Regulation of Financial Services Markets (NCRFSM), the State Fiscal Service of Ukraine (SFS) and state registrars. The database will make it possible to study information on market participants (their formation, structure of founders, number of fictitious securities, their price and turnover, how long such issuers have been in existence, etc.) and also develop more transparent reporting by securities issuers, which will enable regulators to have a full view of all the abuse and optimization schemes and take appropriate actions. The author gives proposals for a comprehensive solution that will clean the market of fictitious securities. It is advisable to amend the current legal and regulatory framework to facilitate actions against illegal transactions in the domestic stock market. In particular, the article stresses the need to adopt the draft Ukrainian Stock Market Development Program for 2015–2017 “European Choice: New Opportunities for Progress and Growth” and pass the bill on Amendments to Some Legislative Acts of Ukraine on the Implementation of IOSCO Standards and Implementation of the Association Agreement between Ukraine and the European Union with Respect to Combating Stock Market Abuse”.

Key words: manipulation, fictitious, stock market, exchange, securities issuer.

JEL classification: G11, G28, K22.

Останнім часом на фондових ринках у світі, зокрема на вітчизняному, збільшилася кількість масштабних протиправних операцій та зловживань. Боротьба з маніпулюванням і фіктивними операціями є складовою системних реформ, які впроваджуються на фондовому ринку України, адже ця проблема є для нього вкрай гострою.

Маніпулятивні операції призводять до фінансових втрат учасників і погіршують інвестиційний імідж компаній-емітентів, завдаючи зрештою най-

більшого удару по інвестиційній привабливості підприємств реального сектору економіки. Поширена практика обігу “технічних” (фіктивних) цінних паперів шкодить інтересам інвесторів та псує репутацію вітчизняних фондових бірж. Використання фіктивних схем також негативно впливає на надійність фінансових інститутів, прозорість та ефективність фондового ринку, інвестиційну привабливість економіки країни.

Недосконалість законодавства, що регламентує діяльність учасників ринку цінних паперів, і відсутність науково обґрунтованих підходів до розв’язання цієї проблеми, спричиняють небезпеку виникнення маніпулятивних ситуацій та фіктивних операцій у цій сфері, що свідчить про актуальність дослідження [1; 2]. Боротьбі зі зловживаннями на фондовому ринку України завжди приділялася посилена увага, зокрема у працях таких вітчизняних вчених, як В. Коляденко [3], І. Краснова [4], О. Наконечна [5], Г. Терещенко [6], Ю. Хорт [7] та ін.

Мета статті – визначення сутності маніпулювання та фіктивності на національному фондовому ринку й окреслення напрямів вирішення цих питань у контексті євроінтеграційних процесів.

Учасники ринку неодноразово спостерігали боротьбу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) зі “сміттєвими” паперами або цінними паперами емітентів, що мають ознаки фіктивних. Однак наразі необхідно розглядати процес виведення з ринку таких цінних паперів у контексті асоціації України з ЄС та імплементації європейських принципів і стандартів, тобто з додержанням норми верховенства права.

Однозначної відповіді на запитання, чи є боротьба з правопорушеннями на національному фондовому ринку ефективною, дати не можна. З одного боку, щодо багатьох емітентів приймаються рішення про віднесення їх до групи фіктивних, у зв’язку з чим вони припиняють діяльність на ринку, а з другого – такі рішення НКЦПФР оскаржуються.

Регулятором задекларовано, що одним із основних напрямів роботи Комісії є інтеграція українського фондового ринку у глобальну фінансову систему. Тому вагомим завданням НКЦПФР є отримання членства в Міжнародній організації комісій із цінних паперів (IOSCO – International Organization of Stockmarket Commissions). Однією з головних умов для набуття повноправного членства в цьому об’єднанні є посилення відповідальності за зловживання на фінансовому ринку. Також Україна перебуває під пильною увагою FATF, і всі фінансові регулятори зобов’язані демонструвати прагнення боротьби з неформальним сектором.

Поняття “фіктивність” у вітчизняному законодавстві міститься у Цивільному, Кримінальному та Податковому кодексах України, а також у Законі України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 № 448/96-ВР. Однак немає законодавчого визначення терміна “фіктивний емітент” та не регламентовані правові наслідки віднесення до такої категорії. Механізм боротьби з фіктивністю на ринку цінних паперів не є комплексним, цілком законодавчо врегульованим та ефективним. Навіть експерти НКЦПФР зауважують, що тлумачення поняття “фіктивність цінного папера” не зовсім коректне, правильнішим був би м’якший термін – “додаткова ризикованість”.

На фондовому ринку України, за класифікацією вітчизняного економіста Д. Вербицького, є чотири основні групи професійних учасників: “схемні” – єдині фінансові посередники, які останніми роками отримують надприбутки на тлі скорочення економічного потенціалу, накопичення державного боргу, зростання інфляції, зниження рівня життя, девальвації національної валюти тощо; “кишенькові” – здебільшого “заморожені” через неефективний розподіл коштів фінансові інституції, які характеризуються посиленням режимом нагляду з численними обмеженнями (наприклад, призначення куратора, обмеження певних видів операцій, суворий контроль за формуванням резервів, актуалізація бізнес-моделі тощо); “ринкові” – близько десяти торговців, котрі реально розвивають брокерські послуги та залучають інвестиції до реального сектору економіки; банки, що торгують переважно облігаціями на власну позицію [8].

Історична причина парадоксу, що брокерів в Україні більше, ніж інвесторів, а фондових бірж – аніж справжніх публічних компаній, полягає в закритій фінансовій системі. Вітчизняні підприємства не можуть вільно торгуватися на іноземних торгових майданчиках, громадяни – вільно інвестувати за кордоном, адже на заваді стають валютні обмеження. Таким чином, відсутня конкуренція, що призводить до обслуговування неринкових схем, а більша частина фондового ринку зайнята “схемотехнікою”.

Крім “ринкових” торговців та системоутворюючих фінансових інституцій, всі інші учасники слабо зацікавлені у зміні такої системи. Вони становлять більшість із близько 400 ліцензованих торговців цінними паперами. Боротьба НКЦПФР зі “сміттєвими” паперами перешкоджає веденню їхнього бізнесу або ускладнює процес збереження ліцензії [8].

Регулятор уже зробив певні кроки в напрямі обмеження використання “технічних” цінних паперів у тінювих фінансових схемах. Маючи на меті впровадження кращої європейської практики та підвищення захисту прав інвесторів, НКЦПФР прийняла Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності від 10.07.2015 (далі – Положення), що набуло чинності 28 липня 2015 р. [9].

Однак дія Положення не поширюється на таких емітентів:

- 1) центральний орган виконавчої влади, що реалізує державну фінансову політику;
- 2) Державну іпотечну установу;
- 3) небанківські фінансові установи (крім корпоративних інвестиційних фондів (КІФ));
- 4) банки;
- 5) державні керуючі холдингові компанії, державні холдингові компанії та державні акціонерні товариства, єдиним засновником та акціонером яких є держава в особі уповноважених державних органів;
- 6) міжнародні фінансові організації;
- 7) Фонд гарантування вкладів фізичних осіб;
- 8) міські ради;
- 9) Автономну Республіку Крим [9].

Нова редакція Положення містить кілька ключових нововведень. По-перше, розроблено окремий перелік ознак, відповідність яким є підставою для внесення корпоративного інвестиційного фонду (КІФ) до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності (далі – Список). По-друге, до ознак фіктивності додано показники відношення капіталізації емітента до інших індикаторів його діяльності (вартості чистих активів та/або розміру виручки від реалізації товарів).

Крім того, жорсткішими стали критерії, що стосуються кількості працівників акціонерного товариства та розміру його витрат на оплату праці. Згідно з Положенням, однією з підстав для віднесення емітента до переліку фіктивних може стати число працівників, що на кінець звітного періоду менше за 10 осіб, або середній обсяг витрат на оплату праці на одного працівника нижчий за трикратний розмір мінімальної заробітної плати, актуальний на дату подання звітності [9].

Практично без змін порівняно з попередньою редакцією Положення залишилися такі критерії:

- встановлений НКЦПФР факт відсутності за місцезнаходженням;
- неподання регулярної річної або квартальної інформації протягом двох кварталів поспіль;
- непроведення загальних зборів акціонерів впродовж двох років поспіль та/або неутворення органів управління, визначених законодавством;
- низький рівень (менше 3 % розміру активів емітента) або відсутність доходів від реалізації товарів, робіт, послуг за основним видом діяльності станом на кінець фінансового року;
- переважна частка активів підприємства (більше ніж 80 %), що складається з фінансових інвестицій, та/або дебіторської заборгованості, та/або векселів;
- реєстрація місцезнаходження емітента у приміщенні житлового фонду [9].

Розглядаючи наведені ознаки, можна стверджувати, що одній або декільком з них відповідатиме значна кількість вітчизняних емітентів, зокрема підприємства, які насправді здійснюють діяльність в межах законодавства України.

З огляду на це, Положенням уточнено, що підставою для прийняття рішення про внесення емітента до Списку є відповідність щонайменше чотирьом ознакам (трьом – для КІФ). Проте, якщо емітент одночасно відсутній за місцезнаходженням (zareєстрований у житловому фонді для КІФ) та не подав річної або квартальної звітності за два квартали поспіль, комбінації цих двох ознак буде достатньо.

На підставі рішення про внесення емітента до Списку здійснюється зупинення обігу його цінних паперів, крім операцій, пов'язаних із їх викупом, спадкуванням та правонаступництвом, правочинами, що вчиняються на виконання рішення суду, яке набрало законної сили. Включений до Списку емітент може виправити ситуацію, подавши до НКЦПФР інформацію про усунення всіх підстав для внесення його до переліку фіктивних, та якщо цей факт буде підтверджений перевіркою Регулятора.

Зауважимо, що оновлене Положення дотепер не використовується. Його дія поширюватиметься після подання емітентами нової звітності.

На нашу думку, названі заходи сприятимуть очищенню фондового ринку від фіктивних цінних паперів, однак об'єктивними можна вважати лише три з десяти ознак фіктивності, встановлених Положенням, решта є доволі суперечливими. Проте реальний розвиток і зміни зумовить лише реалізація комплексних заходів із реформування інституціонального базису та умов ведення підприємницької діяльності, зокрема методів адміністрування податків, судової та правоохоронної системи тощо.

У цьому контексті важливо наголосити, що оптимізація переліку критеріїв фіктивності емітентів є частиною поточної діяльності НКЦПФР, спрямованої на очищення фондового ринку та розбудову нової системи його регулювання, що провадиться за допомогою міжнародних експертів, зокрема ЄБРР, МВФ та IOSCO.

З початку 2015 р. фондовий ринок України працював в умовах економічної нестабільності, скорочення основних показників реального сектору економіки. Обсяги торгівлі цінними паперами постійно зменшувалися, однак масштаб порушень, таких як торгівля фіктивними паперами, маніпулювання цінами, залишався доволі значним.

Розв'язанням проблеми фіктивності на фондовому ринку НКЦПФР займається вже багато років. За 2014 р. – 9 місяців 2015 р. обсяг операцій із нереальними активами сягнув 420 млрд грн, що змусило Комісію активізувати діяльність. У результаті на ринку цінних паперів було зупинено обіг активів загальним обсягом 500 млрд грн, що дорівнює близько 25 % ВВП України [10].

На сьогодні регулятор застосовує виважені підходи до встановлення ознак фіктивності й ретельно аналізує кожного емітента. У межах наявних повноважень Комісія вживала різноманітних заходів для боротьби з цими та іншими правопорушеннями на ринку.

Так, на 22 жовтня 2015 р. нараховувалося 262 діючих депозитарних установи. Кількість депозитарних установ, яким із початку 2015 р. анульовано ліцензії на депозитарну діяльність, становить 48, у тому числі:

- відповідно до постанови Національного банку України щодо відкликання банківської ліцензії – 26;
- за рішенням НКЦПФР (у зв'язку зі встановленням факту контролю за діяльністю професійного учасника осіб держави-агресора, депозитарні установи з Криму та Донецької й Луганської областей, що не змінювали місця реєстрації) – 14;
- за заявою депозитарних установ – 6;
- згідно з постановою НКЦПФР про накладення санкцій – 2.

На 22 жовтня 2015 р. 326 професійних учасників мали ліцензії на діяльність з управління активами інституціональних інвесторів. За період з 1 січня по 22 жовтня 2015 р. НКЦПФР анульовано 20 ліцензій, у тому числі:

- за заявою професійного учасника ринку – 9;
- за рішенням НКЦПФР – 2;
- відповідно до постанов НКЦПФР про накладення санкцій – 9 [11].

Стосовно ліцензій на провадження діяльності з торгівлі цінними паперами, то на 22 жовтня 2015 р. їх мали 384 професійних учасники ринку, з них ліцензії на: брокерську діяльність – 374 компанії, дилерську діяльність – 354, андеррайтинг – 87, діяльність з управління цінними паперами – 55. З початку 2015 р. анульовано 75 ліцензій на брокерську діяльність, 80 – на дилерську діяльність, 69 – на андеррайтинг, 13 ліцензій – на діяльність з управління цінними паперами. Зокрема, вони були анульовані з таких причин:

- за заявою професійного учасника ринку – 25 компаніям;
- відповідно до постанови Національного банку України щодо відкликання банківської ліцензії – 26 банкам;
- у зв'язку з нездійсненням окремих видів професійної діяльності протягом року – 36 компаніям;
- у зв'язку зі встановленням факту контролю за діяльністю професійного учасника осіб держави-агресора – 7 компаніям, з них – 5 банкам [9].

У межах проведення політики очищення вітчизняного фондового ринку від неякісних цінних паперів НКЦПФР було зупинено торги цінними паперами кількох фондових бірж.

Зауважимо, що на 22 жовтня 2015 р. в Україні функціонувало 10 фондових бірж [11]. Відповідно до постанови НКЦПФР про накладання санкції за правопорушення на фондовому ринку від 01.10.2015, було анульовано ліцензію фондовій біржі ПрАТ “Українська міжбанківська валютна біржа” (УМВБ) (постанова набрала чинності 1 листопада 2015 р.) [12]. Протягом майже шести місяців УМВБ діяла на підставі внутрішніх документів, які не відповідали вимогам законодавчих і нормативних актів, не дотримуючись останніх навіть після попереджень із боку НКЦПФР. Тому Комісія при визначенні санкції прийняла доволі жорстке рішення, “не дотримавши принципу пропорційності”, тобто “балансу між несприятливими наслідками для прав та інтересів позивача” [12].

Наголосимо, що порушення у формі невиконання розпорядження про усунення порушень ліцензійних умов, установлених для певного виду господарської діяльності, є підставою для прийняття рішення про анулювання ліцензії відповідно до ст. 16 Закону України “Про ліцензування видів господарської діяльності” [13]. Такі порушення були грубими й мали систематичний характер, тому вважаємо застосовані санкції обґрунтованими.

Однак 24 листопада 2015 р. Експертно-апеляційна рада з питань ліцензування при Державній регуляторній службі України на своєму засіданні, розглянувши скаргу ПАТ “УМВБ”, скасувала постанову НКЦПФР від 01.10.2015 про накладання санкції за порушення на ринку цінних паперів у частині анулювання ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку. Рада визнала, що НКЦПФР застосувала до УМВБ надмірно жорстку санкцію за правопорушення на ринку цінних паперів [14].

На черговому засіданні, що відбулося 17 листопада 2015 р., НКЦПФР прийняла рішення про анулювання ліцензії ПАТ “Українська біржа” на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку.

На запит Комісії “Українська біржа” надала інформацію про структуру власників, згідно з якою 22,44 % її акцій належать ВАТ “Московська біржа ММВБ – РТС” (Російська Федерація), 20,64 % – ПрАТ “Український біржовий холдинг”, 100-відсотковим акціонером якого є “Московська біржа ММВБ – РТС” [15].

Рішення прийнято на виконання вимог ст. 16 Закону України “Про ліцензування видів господарської діяльності”, відповідно до яких підставою для анулювання ліцензії є документальне підтвердження встановлення факту контролю (вирішального впливу) над діяльністю ліцензіата осіб інших держав, що здійснюють збройну агресію проти України.

Потенційні покупці акцій “Української біржі”, котрі належать російському акціонеру, компанії “Драгон Капітал” та “Універ Капітал”, надали НКЦПФР інформацію щодо можливості викупу цих пакетів акцій. Протягом шести тижнів Комісія очікувала конкретних результатів щодо зміни структури власників “Української біржі”, але сторони не продемонстрували відповідного прогресу.

Також за рішенням НКЦПФР від 06.10.2015, згідно з вимогами Закону України “Про ліцензування” була анульована ліцензія фондової біржі ПАТ “ПФТС” [15].

Раніше Комісія отримала інформацію щодо планів купівлі пакета акцій ПФТС, який належить також “Московській біржі ММВБ – РТС”, компаніями “Фондова компанія “Фаворит” та “Інвестиційний Капітал Україна” (ICU). Проте ICU не змогла забезпечити для Комісії попередню згоду продавця акцій “Московської біржі ММВБ – РТС”, а “Фондова компанія “Фаворит” не надала інформації стосовно наявності коштів на придбання пакета акцій ПФТС та відомостей про майбутніх кінцевих бенефіціарів біржі. Комісія, не маючи достатніх підтверджень можливості дотримання вимог законодавства у сфері ліцензування з боку ПФТС, вирішила анулювати ліцензію біржі.

За результатами розгляду скарги ПАТ “Фондова біржа ПФТС” Експертно-апеляційна рада з питань ліцензування визнала дії Комісії правомірними, але відклала розгляд скарги та дозволила біржі виконати вимоги Закону України “Про ліцензування видів господарської діяльності”, згідно з якими підставою для анулювання ліцензії є документальне підтвердження встановлення факту контролю (вирішального впливу) над діяльністю ліцензіата осіб інших держав, що здійснюють збройну агресію проти України [14].

Крім того, на черговому засіданні 3 листопада 2015 р. НКЦПФР зареєструвала зміни до правил ПАТ “Фондова біржа “Перспектива”, ПрАТ “Придніпровська фондова біржа”, ПрАТ “Фондова біржа “Іннекс”. На розгляді у регулятора також перебувають зміни до правил, подані ПАТ “Східно-Європейська фондова біржа” й ПрАТ “Українська міжбанківська валютна біржа”. Такі зміни були внесені фондовими біржами у зв'язку з необхідністю приведення їх у відповідність із рішеннями НКЦПФР “Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж” від 06.08.2015 № 1217 та “Про затвердження Порядку визначення біржового курсу цінного папера” від 03.07.2015 № 933 [16].

Зазначеними рішеннями Комісії, крім іншого, посилено вимоги щодо внесення цінних паперів до біржового реєстру. Також змінено норми визначення порядку розрахунку біржового курсу цінних паперів; мінімальні вимоги стосовно внесення та перебування цінних паперів у біржовому реєстрі; доповнено вимоги до діяльності маркет-мейкера. Передбачено створення окремого сегмента позалістингових акцій нових інвестиційно привабливих компаній, куди можуть бути включені акції емітентів, що існують як мінімум рік, середнє значення ринкової капіталізації яких становить не менше 20 млн грн [17].

Попри те, що фондова біржа – вкрай важливий елемент інфраструктури фондового ринку, жодна українська біржа не зосереджує критичного обсягу ліквідності, тому закриття декількох із них не є критичним для ринку. Водночас, на нашу думку, на вітчизняному ринку цінних паперів має працювати лише одна фондова біржа з прозорими механізмами ринкового ціноутворення.

У контексті викладеного виокремимо пункт 3.1 “Розвиток інфраструктури фінансового сектору” Розділу X “Реформа фінансового сектору” Угоди про коаліцію депутатських фракцій “Європейська Україна”, котрий наголошує на створенні сучасної біржової інфраструктури із залученням провідних іноземних операторів та вдосконаленні розрахункової інфраструктури, що зменшить ризики учасників та дасть змогу сконцентрувати торги валютою, деривативами, акціями, облігаціями та іншими фінансовими інструментами на біржовому ринку тощо [18].

Нині НКЦПФР активно працює у напрямі активної системної боротьби з маніпулюванням цінами на вітчизняному фондовому ринку. Комісія порушила справи щодо низки торговців цінними паперами через махінації з акціями емітентів (ПАТ “КОД-Інвест”, ПАТ “ОСТ-Інвест”, ПАТ “Імпульс плюс”, ПАТ “Агрохімремонт”, ПАТ “БКІ “КРЕДИТ СЕРВІС”, ПАТ “Пересувна механізована колона № 20” та ПАТ “Київський завод газового устаткування та приладів” тощо) [19].

Особливо вирізняється в цьому списку компанія “КОД-Інвест”, ціна якої з початку 2014 р. зросла з 3,4 млрд до 111 млрд грн. У рейтингу ця компанія обійшла більшість “блакитних фішок” українського ринку акцій, наприклад “Мотор Січ”, капіталізація котрої становила лише 5,1 млрд грн, а капіталізація, скажімо, “Укрнафти” – 10,79 млрд грн [20].

Так, цінні папери зазначених емітентів торгувалися на фондових майданчиках ПрАТ “Придніпровська фондова біржа”, ПАТ “КМФБ” та ПАТ “Фондова біржа ПФТС”, і наразі біржові торги за ними призупинені для проведення подальших перевірок. Стосовно судових справ, пов’язаних із маніпулюванням цінами на фондовому ринку, то суди як першої, так і другої інстанції більшість рішень ухвалили на користь НКЦПФР. За трьома з виграних справ професійними учасниками ринку цінних паперів сплачені штрафні санкції в розмірі 510 тис. грн [19].

Зокрема, 2 червня 2015 р. Київський апеляційний адміністративний суд залишив апеляційну скаргу ТОВ “Таргет Трейд” без задоволення, а 24 червня 2015 р. компанія сплатила штраф у розмірі 170 тис. грн. Також 10 серпня 2015 р. Окружний адміністративний суд м. Києва відмовив у задоволенні адміністративного позову ПрАТ “ІФК “Арт Капітал”, а 28 серпня 2015 р. товариство спла-

тило штраф у розмірі 170 тис. грн. Також очікується, що до кінця 2015 р. будуть сплачені два штрафи, накладені на ПрАТ “ФК “Сократ” та ТОВ “ФК “Сократ”, кожен у розмірі 170 тис. грн. Зауважимо, що на 16 листопада 2015 р. НКЦПФР було відкрито ще 93 справи стосовно кількох учасників фондового ринку за фактом маніпулювання цінами акцій [19].

Також НКЦПФР анулювала ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку п'яти російським банкам у зв'язку з російською структурою власності (ПАТ “ВіЕс Банк”, ПАТ “БМ Банк”, ПАТ “Дочірній банк Сбербанку Росії”, ПАТ “Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк” (Промівестбанк, ПІБ) і ПАТ “ВТБ Банк”). З цієї самої причини НКЦПФР позбавила ліцензії ТОВ “Алор Україна” і ТОВ “Р.О.С.Т. України” [21].

Комісія має намір і надалі очищувати фондовий ринок та впроваджувати на ньому європейські стандарти відповідно до Угоди про Асоціацію між Україною та ЄС.

У 2011 р. до вітчизняного законодавства було імplementовано базові положення IOSCO щодо протидії маніпулюванню на ринку цінних паперів та переглянуто положення стосовно протидії використанню інсайдерської інформації згідно з директивами ЄС. При цьому також надано відповідні повноваження НКЦПФР. На сьогодні Комісія започатковує реалізацію ефективних механізмів і процедури для виявлення та розслідування фактів маніпулювання на фондовому ринку, в інсайдерській торгівлі та ін. Робота Комісії повинна відповідати базовим принципам IOSCO, зокрема № 12, 34 та 36, згідно з якими:

- регуляторна система має забезпечувати ефективне й надійне використання повноважень із перевірок, розслідувань, нагляду та правозастосування й застосування ефективних програм дотримання законодавства;
- регулятор повинен забезпечувати безперервний регуляторний нагляд за фондовими біржами та торговельними системами з метою надання цілісності торговельному процесу, що підтримуватиметься завдяки справедливим та однаковим для всіх учасників правилам регулювання, котрі встановлять баланс між вимогами різних учасників ринку;
- регулювання має сприяти виявленню і усуненню маніпулювання та інших видів недобросовісної торгівлі цінними паперами тощо [22].

За попередніми оцінками експертів НКЦПФР і учасників круглого столу під назвою “Фіктивність та ефективність на фондовому ринку”, що відбувся 30 вересня 2015 р. і був організований комітетом підприємців ринку фінансових послуг та з питань соціальної відповідальності бізнесу при Торгово-промисловій палаті України [23], при впровадженні зазначених норм щодо фіктивності цінних паперів акції більш як тисячі реально працюючих підприємств можуть опинитися поза встановленими законами нормами. Це унеможливить їх доступ до залучення інвестицій і зашкодить діловій репутації.

Виходом із цієї ситуації може стати лише запровадження альтернативних підходів до розв'язання проблеми фіктивності на фондовому ринку.

У таблиці деталізовано пропозиції щодо комплексного вирішення питань очищення ринку від фіктивних фінансових інструментів.

Пропозиції щодо комплексного розв'язання проблем очищення ринку від фіктивних фінансових інструментів

Пропозиції	Деталізація пропозиції
Виявлення фіктивних фінансових інструментів	
<p>Ознаки фіктивності фінансових інструментів:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ЦП, випущені фіктивними емітентами (фіктивним емітентом є особа, яка визнана винною у фіктивному підприємстві, що доведено в судовому порядку). • Неемісійні ЦП, випущені без законних підстав (цінні папери, які не є емісійними (зокрема векселі), випущені: на основі фіктивних зобов'язань, що доведено в судовому порядку; особою або на користь особи, яка визнана винною у фіктивному підприємстві; емісійні цінні папери випущені з порушеннями законодавства, що доведено в судовому порядку; встановлення факту подання емітентом недостовірної інформації при реєстрації випуску цінних паперів) 	
Регуляторні заходи	<ol style="list-style-type: none"> 1. Моніторинг операцій із фінансовими інструментами та виявлення сумнівних операцій. Упровадження у складі програмно-технічного комплексу НКЦПФР приймання звітності професійних учасників відповідного модуля. 2. Поглиблений аналіз операцій з фінансовими інструментами, що мають ознаки фіктивності, витребування та вивчення додаткових документів. 3. При виявленні фактів порушень на РЦП – застосування санкцій, зокрема зупинка обігу цінних паперів, скасування випуску тощо. 4. При документально підтверджених фактах щодо вчинення фіктивних правочинів або фіктивного підприємства – направлення відповідних документів до правоохоронних та фіскальних органів, а за наявності у емітента дозволів (ліцензій) на ведення окремих видів господарської діяльності – до відповідних органів ліцензування для вжиття необхідних заходів. 5. Закріплення на законодавчому рівні права НКЦПФР звертатися до органів, які регулюють діяльність аудиторів та оцінювачів майна, щодо перевірки діяльності структур, котрі обслуговують фіктивного емітента, й застосування до них відповідних заходів впливу (включаючи анулювання ліцензій). 6. У разі виявлення операцій, які містять ознаки маніпулювання, – вчинення передбачених законодавством дій. 7. При виявленні в активах суб'єктів господарювання неемісійних цінних паперів, що відповідають ознакам фіктивності (зокрема при здійсненні контрольних заходів відповідними органами державної влади) – передача інформації до НКЦПФР для застосування заходів впливу
Запобіжні заходи	<ol style="list-style-type: none"> 1. Створення загальнодоступної бази даних осіб, визнаних винними у фіктивному підприємстві. 2. Внесення до загальнодоступної бази НКЦПФР реєстру випусків ЦП, зокрема інформації про зупинку обігу, відновлення обігу, скасування випусків цінних паперів тощо (із зазначенням причин прийняття відповідних рішень) та поточного стану цінного папера. 3. Законодавче врегулювання можливості випуску облігацій підприємств емітентами лише після двох років їхньої активної господарської діяльності (підтверджується даними фінансової звітності та висновком аудитора)

Пропозиції	Деталізація пропозиції
<p align="center">Виявлення фіктивного ринкового обігу фінансових інструментів</p> <p>Ознаки фіктивності ринкового обігу фінансових інструментів:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Здійснюється з ЦП, які визнано фіктивними, та інформація про це є загальнодоступною. • Маркет-мейкерство щодо ЦП, визнаних фіктивними за визначений період (6 місяців / 1 рік). • Проводиться самим емітентом ЦП та пов'язаними особами чи контролерами емітента з використанням інсайдерської інформації. • Фіктивне маркет-мейкерство щодо ЦП, яке відповідає таким критеріям: <ol style="list-style-type: none"> 1) здійснення за рахунок емітента; 2) ознаки використання інсайдерської інформації; 3) ознаки маніпулювання ринком; 4) виконання частини угод із пов'язаними особами / контролерами маркет-мейкера (емітента) 	
Регуляторні заходи	<ol style="list-style-type: none"> 1. Застосування процедур визнання угод з фіктивними ЦП нікчемними. 2. Використання процедур визнання нікчемними угод, які забезпечують фіктивний обіг ЦП. 3. Виявлення операцій суб'єктів господарювання з фіктивними ЦП (зокрема при здійсненні контрольних заходів відповідними органами державної влади)
Запобіжні заходи	<ol style="list-style-type: none"> 1. Оперативне оприлюднення інформації про визнання ЦП фіктивними із зазначенням дати оприлюднення, яка вказує на набуття цією інформацією загальнодоступного характеру. 2. Законодавче закріплення механізму визнання нікчемними угод з фіктивними ЦП, укладеними після оприлюднення інформації про визнання ЦП фіктивними, а також угод, здійснених для забезпечення фіктивного обігу ЦП. 3. Встановлення в нормативних актах механізмів виведення "сміттєвих" ЦП із портфелів інституційних інвесторів для забезпечення захисту інтересів учасників/вкладників таких інституцій. 4. Додаткова звітність для емітентів, які виконують операції із ЦП власного випуску, з інформацією про: <ul style="list-style-type: none"> – угоди, попередні переговори та домовленості, які, вірогідно, можуть спричинити виникнення обставин, що становитимуть об'єкт інсайдерської інформації щодо емітента та його ЦП; – пов'язаних осіб та контролерів емітента; – угоди з ЦП власного випуску, укладені емітентом із пов'язаними особами та контролерами емітента. 5. Додаткова звітність для пов'язаних осіб (контролерів) емітентів, які здійснюють операції із ЦП такого емітента, з інформацією про: <ul style="list-style-type: none"> – угоди, попередні переговори та домовленості, котрі, вірогідно, можуть спричинити виникнення обставин, що становитимуть об'єкт інсайдерської інформації про емітента та його ЦП; – пов'язаних осіб та контролерів такої особи; – угоди з ЦП емітента, укладені пов'язаними особами та контролерами емітента з їх пов'язаними особами (контролерами), самим емітентом. 6. Додаткова звітність маркет-мейкерів стосовно: <ul style="list-style-type: none"> – пов'язаних осіб та контролерів маркет-мейкера; – угод із ЦП емітента, укладених пов'язаними особами та контролерами емітента з їх пов'язаними особами (контролерами), самим емітентом, пов'язаними особами (контролерами) маркет-мейкера.

Закінчення табл.

Пропозиції	Деталізація пропозиції
Запобіжні заходи	7. Додаткова звітність фінансових посередників (ТЦП, КУА) та інфраструктурних установ (депозитарні установи, фондові біржі) щодо: <ul style="list-style-type: none"> – їх пов'язаних осіб та контролерів; – угод із ЦП емітента, укладених пов'язаними особами та контролерами емітента з їх пов'язаними особами (контролерами), самим емітентом, пов'язаними особами (контролерами) фінансового посередника або інфраструктурної установи

Складено за: Фіктивність та ефективність на фондовому ринку України / Матеріали круглого столу Торгово-промислової палати України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.reserve-am.com.ua/uk/press-center/489-2015-10-09-10-14-21.html>.

Наслідками прийняття НКЦПФР рішень про внесення емітентів до списку фіктивних є зупинення обігу всіх їхніх цінних паперів. Найбільших втрат від їх знецінення зазнають інвестори, а емітент продовжує господарську діяльність чи окремі її види, адже його діяльність як юридичної особи не припиняється.

У процесі очищення ринку необхідно застосовувати комплексний підхід. Зокрема, доцільним є запровадження поетапних заходів (без зворотної дії в часі для добросовісних вигодонабувачів) щодо виведення з ринку “сміттєвих” фінансових інструментів. НКЦПФР має бути наділена функціями ініціювання припинення діяльності емітента при провадженні ним фіктивного підприємництва, проведення розслідувань та застосування санкцій із метою запобігання обігу фіктивних фінансових інструментів та фіктивним операціям із цінними паперами. Для визначення й припинення такої діяльності мають використовуватися окремі процедури, зокрема судові. Всі рішення органів державної та/або судової влади щодо визнання фіктивними емітентів або цінних паперів повинні набувати чинності тільки після оприлюднення.

Необхідно в межах чинного законодавства шукати найефективніші механізми боротьби з фіктивністю на фондовому ринку України. Треба мати на увазі, що всі емітенти, цінні папери яких визнано фіктивними, пройшли процес реєстрації емісії в НКЦПФР. Тому важливим кроком повинне стати вдосконалення механізмів такої реєстрації з метою попередження входження на фондовий ринок фіктивних емітентів.

Нині передбачаються здійснення рейтинговими агентствами аналізу емітентів на предмет фіктивності, а також вимога щодо відкликання ними інвестиційних рейтингів емітентів, чий цінні папери визнано такими.

Комісії потрібно застосовувати гнучкіший аналіз емітентів та, можливо, безпосередньо звертатися до них перед тим, як вносити до Списку. Адже пріоритетами були й залишаються захист інтересів інвесторів, запобігання правопорушенням та вдосконалення законодавчої і нормативної бази.

Серед основних законодавчих ініціатив та змін у нормативно-правовому полі фондового ринку особливу увагу слід також сфокусувати на Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року [24], яка передбачає посилення вимог до діяльності професійних учасників на ринку цінних

паперів, зокрема запровадження нових підходів до боротьби з маніпулюванням на фінансових ринках (пункт А19 розділу V “Комплексний план заходів на виконання Програми” – вжиття заходів протидії зловживанням із використанням інсайдерської інформації, стимулювання консолідації біржової інфраструктури для ретельнішого контролю, попередження маніпулювання й дефрагментації цін, переходу конкуренції в біржовому сегменті з локального рівня на міждержавний).

На етапі наближення національного фондового ринку до європейської моделі регулювання потрібно прийняти проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки “Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання” [25], котрий розроблявся регулятором у векторі відповідності західним нормам і стандартам, до яких прагнуть не лише законодавча й виконавча гілки влади в контексті підписання угоди про асоціацію з ЄС, а й українське бізнес-середовище.

Метою цього консолідованого документа, що поєднав напрями реформ усіх сегментів фондового ринку, є стимулювання припливу інвестицій в економіку України через інтеграцію ринку цінних паперів у світові ринки капіталу та імплементація найкращих європейських стандартів та практик, а також принципів, рекомендованих IOSCO. Одним із напрямів розвитку фондового ринку, згідно з Програмою, є пункт 4.3: необхідне вдосконалення системи державного нагляду та контролю на фондовому ринку, що передбачає підвищення стандартів протидії зловживанням з використанням інсайдерської інформації та запровадження нових підходів до боротьби з маніпулюванням на фондовому ринку [25].

Також варто наголосити на прийнятті проекту Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо імплементації стандартів IOSCO та виконання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом в частині протидії зловживанням на фондовому ринку” [26].

Мета розроблення цього законопроекту полягає у створенні передумов для підвищення ефективності та функціональності фондового ринку в Україні, насамперед шляхом комплексного врегулювання питань протидії зловживанням на ньому, що є вкрай важливим та відповідальним завданням на сучасному етапі розвитку, зважаючи на важливість інтегрування вітчизняної економіки в європейську та світову спільноту.

Проектом Закону, розробленим НКЦПФР, зокрема, передбачено:

- розслідування наявності ознак маніпулювання на фондовому ринку, використання інсайдерської інформації, інших порушень законодавства про ринок цінних паперів та акціонерні товариства;
- збільшення мінімального розміру штрафних санкцій за порушення, пов’язані з розкриттям інформації, до 500 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян;
- запровадження штрафних санкцій за порушення порядку скликання або проведення загальних зборів акціонерного товариства, порядку обрання членів органів його управління, порядку або строку виплати дивідендів (процентів, інших доходів) за цінними паперами, у розмірі від 500 до 1000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян;

- введення штрафних санкцій для фізичних осіб;
- поширення переліку посадових осіб емітента на корпоративного секретаря, а також працівників, які мають доступ до внутрішньої інформації, пов'язаної, прямо чи опосередковано, з емітентом, та повноваження на прийняття управлінських рішень, котрі впливають на розвиток майбутніх подій і ділових перспектив цього емітента;
- уточнення питань щодо інсайдерської інформації, порядку доступу до неї та її оприлюднення, а також запровадження відповідальності за порушення заборони використання такої інформації тощо [26].

Ухвалення документа – це значний крок на шляху до імплементації європейського законодавства. Проте закон не лише розширить повноваження НКЦПФР, а й збільшить навантаження на професійних учасників.

Ефективнішої боротьбі з фіктивними емітентами, на нашу думку, сприятиме також формування єдиної бази між НКЦПФР, Нацкомфінпослуг, Державною фіскальною службою України та державними реєстраторами, в якій можна буде дослідити інформацію стосовно учасників ринку цінних паперів (їх створення, складу засновників, кількості фіктивних цінних паперів та їхньої вартості й обігу, строку існування таких емітентів тощо), а також розроблення прозорішої звітності емітентів цінних паперів, що полегшить виявлення фіктивних суб'єктів. Створення такої універсальної бази стало можливе завдяки підписанню Меморандуму про обмін інформацією між НКЦПФР, Нацкомфінпослуг та ДФС України [27]. У результаті кожен регулятор зможе отримати повну картину всіх зловживань та оптимізаційних схем і вжити відповідних заходів.

Отже, вітчизняні вимоги щодо регулювання фондового ринку будуть, хоч і поступово, але впевнено, наблизитися до європейських. Боротьба зі зловживаннями, маніпулюванням цінами, фіктивністю та системне очищення ринку від недобросовісних учасників – пріоритети діяльності на найближчі роки. Планомірні дії в цьому напрямі дадуть можливість забезпечити ринкове ціноутворення та сформувати прозорий, ефективний ринок з якісними інструментами. На жаль, НКЦПФР має недостатньо повноважень, але незабаром будуть подані законопроекти, які розширять її повноваження з розслідування правопорушень та посилять відповідальність учасників ринку.

Слід спрямувати зусилля на виконання розділу X “Реформа фінансового сектору” Коаліційної угоди щодо здійснення структурних реформ та законодавчого встановлення сприятливіших, порівняно з іншими країнами, умов для ефективного функціонування фондового ринку України.

Список використаних джерел

1. Інноваційні механізми стратегії фінансового управління / редкол.: Т. І. Єфименко (голова) та ін. – К. : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2012. – 1302 с.
2. Розвиток національної системи фінансового моніторингу / Т. І. Єфименко, С. С. Гасанов, О. Є. Користін та ін. – К. : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2013. – 380 с.
3. *Коляденко В. М.* Маніпулювання на фондовому ринку / В. М. Коляденко // *Європейські перспективи.* – 2013. – № 5. – С. 110–115.

4. *Краснова І. В.* Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку / І. В. Краснова // Проблеми економіки. – 2014. – № 1. – С. 129–134.
5. *Наконечна О.* Особливості функціонування фондового ринку України / О. Наконечна, Н. Рощина // Ефективна економіка : електронне наук. фахове вид. – 2014. – № 12 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3854>.
6. *Терещенко Г. М.* Вплив асиметричності інформації на маніпулювання на ринку цінних паперів / Г. М. Терещенко // Наукові праці НДФІ. – 2007. – № 1 (38). – С. 56–62.
7. *Хорт Ю. В.* Аналіз законодавчих змін щодо маніпулювання цінами на фондовому ринку України / Ю. В. Хорт // Держава і право. – 2011. – Вип. 54. – С. 323–329.
8. Український фондовий ринок: “схемні”, “кишенькові” і “ринкові” // Економічна правда [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/columns/2015/11/2/565604/>.
9. Про затвердження Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності : рішення НКЦПФР від 10.07.2015 № 980 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0861-15>.
10. Боротьба з фіктивністю на фондовому ринку потребує комплексного підходу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/aktual_kua/229251.html.
11. НКЦПФР: з початку року відбулося незначне скорочення профучасників фондового ринку / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_z_pochatku_roku_vidbulosya_neznachne_skorochennya_profuchasnikiv_fondovogo_rinku.
12. НКЦПФР оскаржить рішення суду щодо скасування постанови регулятора, якою анульована ліцензія УМВБ / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_oskarzhit_rishennya_sudu_shhodo_skasuvannya_postanovi_regulyatora_yakoju_anulovana_licenziya_umvb.
13. Про ліцензування видів господарської діяльності : закон України від 02.03.2015 № 222-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/222-19>.
14. Експертно-апеляційна рада скасувала рішення НКЦПФР щодо ліцензії УМВБ та відклала розгляд питання щодо ліцензії ПФТС / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov.ua/press/news/ekspertnoapelyacijna_rada_skasovala_rishennya_nkcpfr_shhodo_licenziyi_umvb_ta_vidklala_rozglyad_pitannya_shhodo_licenziyi_pfts.
15. НКЦПФР анулювала ліцензію Української біржі / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_anulyovala_licenziyu_ukrayinskoyi_birzhi.
16. НКЦПФР анулювала ліцензію фондової біржі ПФТС / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.vidomosti.com.ua/ukr/news/nkcpfr-anulyovala-1%D1%96senz%D1%96yu-fondovo%D1%97-b%D1%96rj%D1%96-pfts>.
17. НКЦПФР зареєструвала зміни до правил чотирьох фондових бірж / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_zareehstruvala_zmini_do_pravil_chotirokh_fondovikh_birzh.
18. Угода про коаліцію депутатських фракцій “Європейська Україна” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/n0001001-15>.
19. НКЦПФР продовжує боротьбу з маніпулюванням цінами на ринку цінних паперів / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/>

- press/news/nkcpfr_prodozhueh_borotbu_z_manipulyuvannyam_cinami_na_rinku_cinnikh_paperiv.
20. Фондова “чистка”: півбюджету країни за один день / FORBES [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.net.ua/ua/business/1399259-fondova-chistka-rivbyudzhetu-krayini-za-odin-den>.
 21. НКЦПФР анулювала ліцензії 5 російських банків і видала Deutsche Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ukr.lb.ua/news/2015/07/24/311878_nktsprf_anulyovala_litsenzii_5.html.
 22. Оцінка імплементації принципів IOSCO / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov.ua/user_files/content/70/1397821205.pdf.
 23. Фіктивність та ефективність на фондовому ринку України / Матеріали круглого столу Торгово-промислової палати України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.reserve-am.com.ua/uk/press-center/489-2015-10-09-10-14-21.html>.
 24. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.reforms.in.ua/>.
 25. Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки “Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання” / НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>.
 26. Проект Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо імплементації стандартів IOSCO та виконання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом в частині протидії зловживанням на фондовому ринку” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/law/19495>.
 27. НКЦПФР та Нацкомфінпослуг підписали Угоду про інформаційне співробітництво / Справочник економіста [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://economist.net.ua/node/411>.

References

1. Yefy`menko, T. I. (Ed.). (2012). Innovacijni mexanizmy` stratehiyi finansovoho upravlinnya [Innovative mechanisms of financial management strategies]. Ky`yiv: Akademiya finansovoho upravlinnya [in Ukrainian].
2. Yefy`menko, T. I., Hasanov, S. S., Kory`stin, O. Ye. (2013). Rozvy`tok nacional`noy sy`stemy` finansovoho monitory`nhu [The development of a national system of financial monitoring]. Ky`yiv: Akademiya finansovoho upravlinnya [in Ukrainian].
3. Kolyadenko, V. M. (2013). Manipulyuvannya na fondovomu rynku [Manipulating the stock market]. *Yevropejs`ki perspektivy* [European perspective], 5, 110-115 [in Ukrainian].
4. Krasnova, I. V. (2014). Fondovyj rynek v Ukrayini: stan ta perspektivy rozvytku [Stock market in Ukraine: state and prospects of development]. *Problemy ekonomiky* [The problems of economy], 1, 129-134 [in Ukrainian].
5. Nakonechna, O., & Roshhyna, N. (2014). Osoblyvosti funkcionuvannya fondovoho rynku Ukrayiny [Particular qualities of Ukrainian stock market operation]. *Efektivna ekonomika* [Efficient economy], 12. Retrieved from <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3854> [in Ukrainian].
6. Tereshhenko, H. M. (2007). Vplyv asymetrychnosti informaciyi na manipulyuvannya na rynku cinnikh paperiv [The impact of asymmetric information to manipulate the securities market]. *Naukovi praci NDFI* [RFI Scientific Papers], 1 (38), 56-62 [in Ukraine].

7. Hort, Yu. V. (2011). Analiz zakonodavchychk zmin shhodo manipulyuvannya cinamy na fondovomu rynku Ukrayiny [Analysis of legislative changes regarding price manipulation in the stock market of Ukraine]. *Derzhava i pravo* [State and law], 54, 323-329 [in Ukrainian].
8. Verbycz'kyj, D. (2015, November 2). Ukrayins'kyj fondovyj rynek: "skhemni", "kyshen'kovi" i "rynkovi" [The Ukrainian stock market: "circuit", "pocket" and "market"]. *Ekonomiczna pravda* [The economic truth]. Retrieved from <http://www.epravda.com.ua/columns/2015/11/2/565604/> [in Ukrainian].
9. National Securities and Stock Market Commission. (2015). *Pro zatverdzhennya Polozhennya pro vstanovlennya oznak fiktyvnosti emitentiv cinnykh paperiv ta vklyuchennya takykh emitentiv do spysku emitentiv, shho mayut' oznaky fiktyvnosti* [On approval of the establishment of fictitious securities issuers and issuers of such inclusion in the list of issuers that have signs of fictitious] (Decree No. 980, July 10). Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0861-15> [in Ukrainian].
10. Borot'ba z fiktyvnistu na fondovomu rynku potrebuye kompleksnoho pidkhodu [Fighting fictitious in the stock market requires an integrated approach]. (2015, October 1). *www.uaib.com.ua*. Retrieved from http://www.uaib.com.ua/aktual_kua/229251.html [in Ukrainian].
11. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *NKCPFR: z pochatku roku vidbulosya neznachne skorochennya profuchasnykiv fondovoho rynku* [NSSMC: from the beginning, there was a significant reduction of professional participants of the stock market]. Retrieved from http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_z_pochatku_roku_vidbulosya_neznachne_skorochennya_profuchasnykiv_fondovogo_rinku [in Ukrainian].
12. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *NKCPFR oskarzhyt' rishennya sudu shhodo skasuvannya postanovy rehulyatora, yakoyu anulovana licenziya UMVB* [NSSMC appeal the court's decision to abolish the resolution regulator, which revoked license UICE]. Retrieved from http://nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_oskarzhit_rishennya_sudu_shhodo_skasuvannya_postanovi_regulyatora_yakoyu_anulovana_licenziya_umvb [in Ukrainian].
13. Verkhovna Rada of Ukraine. (2015). *Pro licenzuvannya vydiv hospodars'koyi diyal'nosti* [On licensing of economic activities] (Law No. 222-VIII, March 2). Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/222-19> [in Ukrainian].
14. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Ekspertno-apelyacijna rada skasuvala rishennya NKCPFR shhodo licenziyi UMVB ta vidklala rozhlyad pytannya shhodo licenziyi PFTS* [Expertly-appellate advice abolished the decision of NSSMC in relation to the license of UICE and set aside consideration of question in relation to the license of PFTS]. Retrieved from http://nssmc.gov.ua/press/news/ekspertnoapelyacijna_rada_skasuvala_rishennya_nkcpfr_shhodo_licenziyi_umvb_ta_vidklala_rozhlyad_pitannya_shhodo_licenziyi_pfts [in Ukrainian].
15. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *NKCPFR anulyovala licenziyu Ukrayins'koyi birzhi* [NSSMC revoked license of Ukrainian Stock Exchange]. Retrieved from http://nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_anulyovala_licenziyu_ukrayinskoyi_birzhi [in Ukrainian].
16. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *NKCPFR anulyovala licenziyu fondovoyi birzhi PFTS* [NSSMC revoked license of PFTS Stock Exchange]. Retrieved from http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_anulyovala_licenziyu_fondovoyi_birzhi_pfts [in Ukrainian].

17. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *NKCPFR zareyestruvala zminy do pravyl chotyrokh fondovykh birzh* [NSSMC registered changes to the rules of the four stock exchanges]. Retrieved from http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_zareehstruvala_zmini_do_pravil_chotirokh_fondovikh_birzh [in Ukrainian].
18. Verkhovna Rada of Ukraine. (2014). *Uhoda pro koaliciyu deputats'kykh frakcij "Yevropejs'ka Ukrayina"* [Agreement on a coalition of parliamentary factions "European Ukraine"] (*Agreement*, November 27). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/n0001001-15> [in Ukrainian].
19. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *NKCPFR prodovzhuye borot'bu z manipulyvanniam cinamy na rynku cinnnykh paperiv* [NSSMC continues fight against price manipulation in the securities market]. Retrieved from http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_prodovzhueh_borotbu_z_manipulyvanniam_cinami_na_rinku_cinnikh_paperiv [in Ukrainian].
20. Fondova "chystka": pivbyudzhetu krayiny za ody den' [Stock "cleansing": half the country's budget in one day]. (2015, July 30). *FORBES Ukrayina* [FORBES Ukraine]. Retrieved from <http://forbes.net.ua/ua/business/1399259-fondova-chistka-pivbyudzhetu-krayini-za-odin-den> [in Ukrainian].
21. NKCPFR anulyovala licenziyi 5 rosijs'kykh bankiv i vydala Deutsche Bank [NSSMC rescinded licenses 5 Russian banks and gave out Deutsche Bank]. (2015, July 24). *ukr.lb.ua*. Retrieved from http://ukr.lb.ua/news/2015/07/24/311878_nktspr_anulyovala_litsenzii_5.html [in Ukrainian].
22. National Securities and Stock Market Commission. (2013). *Ocinka implementaciyi pryncypiv IOSCO* [Evaluation of the implementation of the IOSCO principles]. Retrieved from http://nssmc.gov.ua/user_files/content/70/1397821205.pdf [in Ukrainian].
23. Fiktyvnist' ta efektyvnist' na fondovomu rynku Ukrayiny [Fictitious and efficiency in the stock market of Ukraine]. (n. d.). *www.reserve-am.com.ua*. Retrieved from <http://www.reserve-am.com.ua/uk/press-center/489-2015-10-09-10-14-21.html> [in Ukrainian].
24. National Reforms' Council. (n. d.). *Kompleksna prohrama rozvytku finansovoho sektoru Ukrayiny do 2020 roku* [Complex program of Ukraine's financial sector development to 2020]. Retrieved from <http://www.reforms.in.ua> [in Ukrainian].
25. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Proekt Prohramy rozvytku fondovoho rynku Ukrayiny na 2015–2017 roky* [The draft program of Ukraine's stock market development for 2015-2017]. Retrieved from <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan> [in Ukrainian].
26. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Proekt Zakonu Ukrayiny "Pro vnesennya zmin do deyakyykh zakonodavchykh aktiv Ukrayiny shhodo implementaciyi standartiv IOSCO ta vykonannya Uhody pro asociaciyu mizh Ukrayinoyu ta Yevropejs'kym Soyuzom v chastyni protydyi zlovzhyvanniam na fondovomu rynku"* [Draft Law of Ukraine "On Amendments to Certain Legislative Acts of Ukraine regarding the implementation of IOSCO standards and realization of the Association Agreement between Ukraine and the European Union in combating abuse of the stock market"]. Retrieved from <http://www.nssmc.gov.ua/law/19495> [in Ukrainian].
27. NKCPFR ta Naczkomfinposluch pidpysaly Uhodu pro informacijne spivrobotnyctvo [NSSMC and the National Commission for State Regulation of Financial Services Markets signed an agreement on information cooperation]. (n. d.). *Spravochnik ekonomista* [Economist guide]. Retrieved from <http://economist.net.ua/node/411> [in Ukrainian].