УДК 338.242.2:336.761

М. О. Трофімчук

МЕХАНІЗМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ КОНКУРЕНТНИХ ЗАСАД ДІЯЛЬНОСТІ НА БІРЖОВОМУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

Анотація. *На основі аналізу міжнародної практики у статті запропоновано вдосконалити вітчизняну нормативно-правову базу в частині протидії маніпулятивним діям на ринку цінних паперів. Також розроблено практичні рекомендації із вдосконалення лістингових вимог до акцій стосовно допуску їх до біржових торгів. Пропозиції спрямовані на підвищення рівня захисту інвесторів, посилення конкуренції та забезпечення дотримання конкурентних відносин між учасниками торговельних операцій.*

Ключові слова: *ринок цінних паперів, маніпулювання, лістинг, фондові біржі.*

Summary. *In the article, basing on the analysis of international practice, proposed to improve the national legal framework in terms of combating with manipulative actions on the securities market. Also practical recommendations for listing requirements to the shares in regard of admission to exchange trading are improved. Proposals are aimed at enhancing investor protection, competition increasing and enforcement of a competitive relationships between the parties of commercial transactions.*

Key words: *securities market, marketmanipulation, listing, stock exchanges.*

Постановка проблеми. Фондові біржі як центри організованої торгівлі цінними паперами завжди виконували регулятивну функцію відносно учасників торговельних операцій. Біржа як інфраструктурний функціонер ринку зацікавлена в тому, щоб усі її учасники дотримувались конкурентних відносин ведення діяльності та несли відповідальність за проведені операції. Оскільки як довіра інвесторів до ринку цінних паперів є надзвичайно важливою для всіх учасників ринку, то фондова біржа як втілення організованого ринку цінних паперів неминуче є інституцією, що повинна контролювати дотримання конкуренції, справедливість ціноутворення, чесність та прозорість у здійсненні торговельних операцій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Функціонування ринку цінних паперів та фондових бірж у своїх парацях досліджували такі вчені, як М. Алєксєєв, Т. Бєрднікова, Р. Мертон, Я. Міркін, Дж. Сорос Ф. Мішкін. М. Козоріз, В. Корнєєва, О. Мендрул, О. Мозговий, В. Оскольський та ін. Динамічний розвиток економічних відносин вимагає вдосконалення механізмів регулювання конкурентних засад діяльності у всіх сферах, у тому числі й на ринку цінних паперів. Невідповідність вітчизняних регуляторних положень сучасним умовам та світовим стандартам ускладнює ефективність регулювання конкуренції на ринку цінних паперів України.

Тому **метою статті** є розробка практичних рекомендацій стосовно підвищення ефективності регулювання конкурентних відносин на біржовому ринку цінних паперів України.

Виклад основного матеріалу. Дослідник та активний учасник фондового ринку Дж. Сорос у своїй праці «Алхімія фінансів» підкреслює, що порівняно з іншими ринками фондовий ринок найбільше відповідає критеріям досконалої конкуренції: централізоване ведення торгів, однорідна продукція, низькі витрати на проведення операцій та транспортування, миттєвий зв'язок, велика кількість учасників для того, щоб жоден з них у випадку звичайного перебігу подій не міг вплинути на ціни на ринку, а також спеціальні правила проведення внутрішніх операцій поряд із заходами, що забезпечують усім учасникам доступ до релевантної інформації. Якщо існує місце, де теорія досконалої конкуренції повинна втілитися в життя, то це фондовий ринок [1, с. 55].

Це твердження заслуговує уваги, однак, характеризуючи фондовий ринок як ринок досконалої конкуренції через призму рівноправного доступу до інформації, не враховується фактор використання інсайдерської інформації, що значною мірою впливає на стан конкурентного середовища ринку.

Детально процес впливу інформації на величину ціни активу, що реалізується на ринку цінних паперів, висвітлено Ф. Мишкіном та С. Ікінсом. У своєму дослідженні вони показують, що інвестори, яким доступна різна інформація стосовно фірми-емітента цінного паперу, для того щоб компенсувати можливі ризики, які вони передбачають відповідно до наявної інформації, закладають різну норму доходності, що в кінцевому випадку впливає на вартість цінного паперу [2, с. 284–285]. Таким чином, володіння достовірною і точною інформацією дозволяє з більш високим рівнем ймовірності оцінити ризики та, відповідно, й вартість фінансового інструменту фондового ринку.

Тому наявність правдивої, не викривленої інформації, її рівноправна доступність для всіх учасників торговельного процесу є необхідною умовою для існування ефективних конкурентних

© М. О. Трофімчук, 2014

відносин між гравцями фондового ринку, що у свою чергу забезпечує справедливе ціноутворення, і тому це обумовлює необхідність забезпечення ефективного контролю як з боку держави, так і з боку фондових бірж. Особливу увагу необхідно приділяти механізмам виявлення, протидії та попередження маніпулятивних дій.

Саме маніпулятивні дії на ринку цінних паперів порушують умови добросовісних конкурентних відносин, а саме справедливого ціноутворення та рівності учасників торговельної діяльності, а це у свою чергу заважає здійсненню ефективного потоку інвестиційних ресурсів в економіку країни через небажання інвесторів здійснювати інвестиційні вливання в умовах цінової нестабільності та можливості інших учасників певною мірою впливати на вартість інструментів ринку.

Я. М. Міркін, досліджуючи ринок цінних паперів Росії, виокремив найбільш поширені на російському ринку види маніпулятивних дій, до яких відніс маніпулювання угодами та маніпулювання інформацією, а також навів їх детальну характеристику. Значну увагу вченим приділено необхідності існування спеціального плану дій фінансового регулятора в умовах надзвичайної ситуації (зокрема маніпулювання). Має бути надано визначення надзвичайної ситуації, у тому числі у зв'язку з масштабним маніпулюванням на ринку. Повинна існувати система оперативного спостереження за ринком, що передбачає постійне надходження до регулятора поточної інформації про стан ринку, її оцінку і негайне реагування на сигнали про загрозу недобросовісної діяльності. Крім того, автор зазначає, що законодавство повинно враховувати всі існуючі на сучасному етапі розвитку фінансових відносин види маніпуляцій [3].

В умовах українського ринку цінних паперів, враховуючи позитивну динаміку росту частки організованого (біржового ринку) в загальній структурі всіх торговельних операцій із цінними паперами, надзвичайно важливим є процес забезпечення справедливого, конкурентного утворення ціни на цінні папери, що реалізуються через фондові біржі. Ключовий напрям, який необхідно забезпечити, — це протидія та запобігання виникненню маніпулятивних явищ на організованому ринку цінних паперів. Для реалізації цього необхідно:

— провести вдосконалення нормативної бази;

— розширити коло критеріїв, які дають можливість віднести ті чи інші явища, зокрема цінові коливання, до таких, що мають ознаки маніпулювання.

Так, вже ***існуючий перелік вимагає доповнення новими положеннями та суттєвими уточненнями***, а саме:

1. До переліку маніпулятивних дій, визначених Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», необхідно включити таке:

— купівля учасником за власний рахунок цінних паперів з подальшою рекомендацією до їх купівлі іншим учасникам ринку, що має на меті зміну ціни на придбані цінні папери;

— купівля брокером від свого імені і за власний рахунок за цінами, що суттєво відрізняються від ринкових, які належать одному інвестору, відносно яких брокер отримав доручення продажу цінних паперів іншому інвестору.

Такі операції дозволяють брокеру отримати вигоду з використанням у власних інтересах інформації про наміри своїх клієнтів.

2. Доповнити статтю 10–1 пункт 4 словами «при відкритті», «відкриття», «та цін» та викласти у такій редакції: купівля або продаж фінансових інструментів при відкритті та перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін відкриття та цін, які склалися наприкінці торговельної сесії.

Крім вищезазначених рекомендацій, необхідно посилити відповідальність за маніпуляції на ринку цінних паперів, яка в Україні порівняно з іншими країнами є надзвичайно малою (табл. 1).

Порівнявши дані, наведені в табл. 1, можна стверджувати, що доцільним заходом, спрямованим на попередження маніпулятивних дій учасниками вітчизняного ринку цінних паперів, буде запровадження системи більш жорстких адміністративних та кримінальних санкцій за здійснення маніпуляцій.

Тому необхідно внести зміни в Кодекс України про адміністративні правопорушення, Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та Кримінальний кодекс України, зокрема в частині:

1. Адміністративної відповідальності:

— для посадових осіб встановити адміністративний штраф в розмірі від 2 до 10 тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян (або 34000–170000 грн.) та позбавлення права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк від одного до трьох років залежно від наслідків вчинених дій, а також зобов'язати таку особу відшкодувати збитки іншим учасникам ринку, які виникли внаслідок маніпулятивних дій;

— ті самі дії, вчинені групою осіб або особою, яку було піддано адміністративному стягненню за правопорушення, тягнуть за собою накладення штрафу від 2 тисяч до 10 тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян (або 170000–340000 грн.) та позбавлення права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк від трьох до п'яти років залежно від наслідків вчинених дій, а також зобов'язати таку особу (осіб) відшкодувати збитки іншим учасникам ринку, які виникли внаслідок маніпулятивних дій;

— для юридичних осіб — штраф у розмірі від 10 тисяч до 100 тисяч неоподатковуваних міні-

Таблиця 1

Міжнародна практика покарання за маніпулятивні дії на ринку цінних паперів

Країна	Позбавлення волі	Штрафні санкції	Відшкодування завданих збитків
Росія	До 7 років	Адміністративний штраф: — фіз. особи — 3–5 тис. руб. — посадові особи 30–50 тис. руб. — юрид. особи: у сумі отриманого надлишкового доходу (завданого збитку), але на менше 700 тис. руб. Кримінальний штраф: — 500 тис. руб.; — 1 млн. руб.	Не передбачено законодавством
США	До 10 років	Максимальний штраф для фізичної особи 140 000 дол. США, в окремих випадках 1000 000 дол. Або у трикратному розмірі отриманої вигоди. Для фірм, як правило, застосовується прецендентне право	Повернення суми прибутку/ відшкодування збитку
Великобританія	До 7 років	Мін. розмір — 100 000 фунтів та двократний розмір отриманої вигоди	Повернення суми прибутку/ відшкодування збитку
Інші Країни ЄС	2–4 роки	Розмір штрафу, як правило, залежить від масштабу маніпулювання і присудження тюремного строку	Повернення суми прибутку/ відшкодування збитку
Швейцарія	До 3 років	Встановлює суд	Повернення суми прибутку/ відшкодування збитку
Україна	Відсутнє	Адміністративні штрафи: — посадові особи — 1700–8500 грн., повторне порушення — 8500–11900 грн.; — юр. особи — до 150 % або 170000–850000 грн. Кримінальні штрафи для службової особи — учасника фондового ринку: — 51000–85000 грн. — повторні дії або дії, вчинені за змовою, — 85000–170000 грн.	Не передбачено законодавством

Примітка: складено за даними [4, с. 11–12; 5, с. 67–69; 6, 7, с. 13–14; 8; 9]

мів доходів громадян (або 170000–1700000 грн.) залежно від розміру збитку, заподіяного маніпулятивними діями, або у розмірі 300 % прибутку, отриманого в результаті таких дій, крім того, зобов'язати таку особу відшкодувати збитки іншим учасникам ринку, які у них виникли внаслідок маніпулятивних дій.

2. Кримінальної відповідальності:

— за умисні дії службової особи — учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановити штраф від 5 тисяч до 20 тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або позбавлення волі строком до одного року;

— за ті самі дії, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо вони спричинили тяжкі наслідки, — штраф у розмірі від 10 тисяч до 40 тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян із позбавленням волі на строк від одного до 4 років залежно від розміру збитку, заподіяного маніпулятивними діями, або наявності (відсутності) змови групи осіб.

Таке посилення відповідальності спрямоване, перш за все, на попередження маніпулювання на ринку цінних паперів, забезпечення конкурентних відносин між учасниками ринку та збільшення загального рівня довіри до ринку цінних паперів в Україні.

Ще одним кроком, який необхідно зробити для більш ефективного регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, є забезпечення балансу при встановленні вимог до лістингу цінних паперів. З одного боку, посилюючи регулювання у сфері нормативних критеріїв, які встановлюють фондові біржі до лістингу, відбувається допуск на ринок цінних паперів максимально прибуткових, фінансово надійних, великих емітентів. Це, у свою чергу, гарантує певну безпеку вкладень для інвесторів та скасування необхідності для них проводити відповідні дослідження щодо пошуку найбільш прибуткових та низькоризикових варіантів інвестиційних вкладень.

Однак в умовах слабкого економічного розвитку національного господарства країни в цілому та більшості підприємств зокрема значна частина підприємств не здатні за фінансовими показниками конкурувати з великими компаніями за включення до лістингових рівнів фондо-

вих бірж. Таким чином, відбувається обмеження конкуренції щодо обертання однотипних фінансових інструментів на біржовому ринку, а також обмежуються можливості підприємств, які розвиваються, у залученні додаткових фінансових ресурсів на фондовому ринку. Тобто є низька конкуренція між цінними паперами, які присутні на біржовому ринку, через невелику кількість емітентів, представлених на організованому ринку цінних паперів, а також між підприємствами загалом через те, що великі акціонерні товариства мають більше можливостей в залученні ресурсів для фінансування своєї діяльності.

Сучасні кризові тенденції у економічному та фінансовому секторі обумовлюють зміщення акценту бірж із забезпечення обігу на ринку найбільш надійних інструментів у бік забезпечення власної прибутковості шляхом розширення кількості емітентів, які реалізують свої цінні папери на біржі і сплачують платежі за внесення та підтримання цінних паперів у біржовому списку. Це у свою чергу підвищує ліквідність ринку, загострює конкуренцію між інструментами, що присутні на ринку.

Однак у такому випадку підвищується ризик для інвесторів вкладення коштів у неякісні цінні папери. Тому критерії до лістингу цінних паперів повинні максимально стимулювати емітентів розміщувати свої цінні папери для обігу на фондовій біржі, що підвищить ліквідність та конкуренцію, а з іншого боку, вимоги мають бути такими, щоб належним чином забезпечити відповідний рівень захисту інвесторів.

Загалом у світовій практиці щодо допуску цінних паперів до лістингу сформовано низку таких основних критеріїв:

— вимоги до фінансових аспектів діяльності емітента;

— вимоги до обов'язкового розкриття інформації;

— вимоги щодо забезпечення відповідного рівня ліквідності цінних паперів;

— вимоги до забезпечення високих стандартів корпоративного управління.

Провідні вітчизняні фондові біржі акцентують увагу в основному на фінансових показниках та показниках ліквідності емітента цінних паперів відповідно до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» № 1688 від 22.11.2012 р. та практично не встановлюють додаткових вимог до лістингу (табл. 2).

Таким чином, основні напрями вдосконалення лістингових вимог до акцій емітентів у контексті забезпечення розвитку конкурентного середовища, на нашу думку, повинні стосуватись трьох основних аспектів (рис. 1).

Отже, Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) значну увагу необхідно приділити регламентації рівня показника free-float, який характеризує частку акцій, що є у вільному обігу на фондовому ринку. Необхідно зауважити, що чим вище цей показник, тим краще це відбивається на ліквідності як цінних паперів, так і ринку в цілому.

Крім того, це знижує ймовірність проведення спекулятивних операцій стосовно ціни акцій. Таким чином, прописавши у нормативних документах вимогу більш високого значення цього показника для акцій емітентів, які претендують на внесення до відповідного рівня лістингу, можна зменшити можливості для маніпулювання цінами та, відповідно, прояву недобросовісної конкуренції з боку мажоритатрних власників цінних паперів, котрі при малій частці акцій у вільному обігу мають значно більше важелів для цінового маніпулювання.

Тому, взявши до уваги світову практику щодо встановлення лістингових вимог до емітентів акцій, в частині регламентації рівня показника free-float (табл. 3) необхідно в Рішення НКЦПФР «Про затвердження положення про функціонування фондових бірж» № 1688 від 22.11.2012 р. внести зміни.

Так, доцільно буде підвищити мінімальний рівень показника free-float до 25 % для першого рівня лістингу та встановити значення цього показника для котирувального списку другого рівня лістингу у розмірі 5 %.

Крім того, варто:

1) зменшити кількість критеріїв стосовно фінансових показників до емітентів акцій. Для *першого рівня* лістингу ми вважаємо за доцільне прибрати нормування значення такого фінансового показника, як чисті активи. Для *другого рівня* лістингу:

— встановити мінімальний розмір ринкової капіталізації на рівні, еквівалентному 25 млн. грн.;

— вимогу стосовно беззбиткової діяльності зменшити до 1-го року;

— зменшити мінімальний розмір необхідного річного доходу від реалізації за останній фінансовий рік до 25 млн. грн.;

2) включити до обов'язкових вимог для акцій першого рівня лістингу дотримання принципів корпоративного управління відповідно до Рішення НКЦПФР «Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України» № 52, затверджених Рішенням ДКЦПФР № 571 від 11.12.2003 р.

3) включити до обов'язкових вимог для лістингу акцій першого рівня котирувального списку наявність для емітента хоча б одного маркетмейкера який зобов'язується підтримувати ліквідність його цінних паперів.

Висновки. Впровадження запропонованих рекомендацій запобігатиме виникненню маніпулятивних проявів на ринку цінних паперів, що у свою чергу підвищить прозорість укладення угод, забезпечить захист інвесторів та розвиток конкурентних відносин між учасниками торго-

Таблиця 2

Критерії допуску акцій до лістингу на вітчизняних фондових біржах

Критерії для акцій емітента		Рівень лістингу	
		1	2
1		2	3
Фінансові	Мін. розмір чистих активів, млн. грн.	100	50
	Мін. розмір річного доходу від реалізації за останній фін. рік, млн. грн.	100	
	Мін. ринкова капіталізація, млн. грн.	100	50
	Фінансовий результат	Відсутність збитків за підсумками 2 останніх фін. років	
Ліквідності	Free Float, %	15	
	Мінімальна кількість укладених контрактів за останні місяці (шт)/мінімальна середньомісячна вартість контрактів (млн. грн.).	6 місяців 100/10	3 місяці 10/0,25
	Наявність біржового курсу	не рідше одного разу на два тижні	
Інші	Мін. термін здійснення діяльності, років	3	3 місяці

Примітка: складено за даними [10; 11; 12; 13].

Рис. 1. Основні напрями вдосконалення лістингових вимог та ефект від їх застосування

Таблиця 3

Країна	Назва біржі	Мінімальна вимога до free-float,
ОАЕ	NASDAQ Dubai	25
Китай	Гонконгська фондова біржа	25
	Шанхайська фондова біржа	25
Франція	NYSE Euronexk Paris	25 % або 5 %, у випадку якщо їх вартість не менше 5 млн. євро
Німеччина	Німецька фондоваа биржа	25
Індія	Бомбейска фондова біржа	25
	Національна фондова біржа Індії	25
Голандія	NYSE Euronexk Amskerdam	25 % або 5 %, у випадку якщо їх вартість не менше 5 млн. євро
Сінгапур	Сінгапурська біржа	Для компаній з ринковою капіталізацією менше 300 млн. сінгапурських доларів — не менше 25 %. Для компаній з ринковою капіталізацією понад 300 млн. сінгапурських доларів — не менше 12 %
Швейцарія	Швейцарська біржа (SIX Swiss Exchange)	25
Великобританія	Лондонська фондова біржа	25

Примітка: складено за даними [14].

вельних операцій. Реалізація запропонованих заходів стосовно лістингових вимог підвищить ліквідність акцій емітентів та фондового ринку країни в цілому, стимулюватиме дрібних інвесторів (населення зокрема) вкладати кошти в цінні папери, забезпечить більш високий рівень добро-

совісних конкурентних відносин між міноритарними та мажоритарними власниками акцій, що буде обумовлено принципами корпоративного управління. Подальші дослідження мають бути спрямовані на вирішення проблем імплементації запропонованих заходів та приведення вітчизняних стандартів регулювання конкуренції на ринку цінних паперів у відповідність до світових, що обумовлено вибором євроінтеграційного вектору розвитку вітчизняної економіки.

Література

1. Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж. Сорос ; [пер. с англ.]. — М. : ИНФРА-М, 2001. — 416 с.

2. Mishkin F. Financial Markets and Institutions / F. Mishkin, S. Eakins. — 5-th edition. — Pearson Addison-Wesley USA, 2006. — 730 p.

3. Миркин Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизмы развития : дис. ... д-р экон. наук : 08.00.10 / Я. М. Миркин. — М., 2003. — 575 с.

4. Söderström R. Regulating Market Manipulation an Approach to designing Regulatory Principles / R. Söderström. — Norrland : Uppsala Faculty of Law Working Paper, 2011. — 48 p.

5. Худякова Л. С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках / Л. С. Худякова // Деньги и кредит. — 2011. — № 7. — С. 65–70.

6. Slaughter and May — The EU/UK Market Abuse Regime. — Overview [Electronic Resourc]. — Mode of access : https://www.slaughterandmay.com/what-we-do/publications-and-seminars/publications/client-publications-and-articles/t/the-euuk-market-abuse-regime---overview.aspx.

7. Бадаева В. М. Совершенствование системы выявления и пресечения манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг с использованием ценовых критериев : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / В. М. Бадаева. — Москва, 2011. — 26 с.

8. Кодекс України про адміністративні правопорушення № 8073-X від 07.12.1984 р. Редакція від 22.07.2014 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. — Режим доступу : http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/80731–10.

9. Кримінальний кодекс України № 2341-III від 05.04.2001 р. Редакція від 19.06.2014 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. — Режим доступу : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2341–14.

10. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» № 1688 від 22.11.2012 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. — Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1045–11.

11. Правила фондової біржі ПФТС [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.pfts.ua/uk/documents/?get_file=1610.

12. Правила торгівлі фондової біржі «Українська Біржа» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://fs.ux.ua/files/27/.

13. Правила торгівлі фондової біржі «Перспектива» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://fbp.com.ua/docs/Norm/NewFile/Rules20140702.pdf.

14. Сравнительный анализ мировых фондовых бирж [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www.ey.com/../Comparing-global-stock-exchanges-rus-2012.pdf.