

ПРОБЛЕМА ДОВІРИ НА НЕЕФЕКТИВНОМУ ФОНДОВОМУ РИНКУ: ПРИКЛАД УКРАЇНИ¹

Однією з визначальних тенденцій сучасного етапу глобалізації фінансових ринків є зростання ролі фондового ринку в регулюванні фінансових потоків в економічних системах ринкового типу.

Створення сучасного конкурентоспроможного фондового ринку було одним із пріоритетів ринкових перетворень в Україні, проте за весь період економічних трансформацій забезпечити ефективний перерозподіл фінансових ресурсів через фондовий ринок не вдалося, не в останню чергу і через низький рівень довіри у суспільстві до інститутів та інструментів фондового ринку.

За існуючих обставин автори вважають, що підвищення довіри до фондового ринку України можливо забезпечити за рахунок системної модернізації фондового ринку, яка має включати усунення його сегментарності, створення універсальних систем торгівлі цінними паперами, клірингу та розрахунків. Ключовою умовою вирішення цього завдання є підвищення функціонального значення фондових бірж, яким належить провідна роль у процесі укладання та виконання угод з цінними паперами.

1. Системні ризики біржового сегмента фондового ринку України та засоби їх мінімізації.

Фондовий ринок є свого роду буфером, який дозволяє амортизувати коливання, у тому числі циклічні, притаманні сучасній економіці. Надмірні коливання на фондовому ринку негативно позначаються на економічному розвитку, є своєрідним сигналом для регуляторів для застосування ними відповідних важелів нормативного впливу. З іншого боку, поряд з ризиками, які впливають із самої природи економічної діяльності і які амортизує фондовий ринок, існують ризики, які зароджуються безпосередньо на фондовому ринку. У цьому випадку коливання на фондовому ринку не тільки відображають і передбачають економічні труднощі, але часом можуть дуже серйозно їх посилювати за рахунок внутрішньої ризикової складової.

Про високу ризикованість сучасного фондового ринку свідчать результати досліджень експертів Всесвітнього економічного форуму: з 26 основних ризиків для світової економіки, класифікованих експертами, економічний збиток від колапсу на фондовому ринку є максимальним (понад 1 трлн дол.) при максимальній імовірності настання цієї події (більше 20%) [1]. Тому для інвесторів важливим аргументом є не лише доходність операцій на тому чи іншому фондовому ринку, а й ступінь його ризикованості. У більшості випадків інвесторам немає необхідності докладно вивчати національні особливості та ступінь розвиненості (а, відповідно, ризикованості) кожного окремого фондового ринку. Для цього існують спеціалізовані аналітичні інституції, які паралельно із розрахунками глобальних фондових індексів (MSCI Indexes, Dow Jones Total Stock Market index, Russell Global Indexes, FTSE Group's Global Equity Indexes) розподіляють національні фондові ринки на розвинуті (Developed markets, DEV), ринки, що розвиваються (emerging markets, EMG1), та ринки другого рівня (Secondary Emerging markets, EMG2), а також найменш розвинуті (граничні) ринки (Frontier markets, FRONT).

Український фондовий ринок за якісними та кількісними критеріям відноситься до граничного ринку [2], що пов'язане з його незначним розміром, неліквідністю, нерозвиненістю інфраструктури, тобто, недостатньою привабливістю ринку, спричиненою наявністю суттєвих ризиків для інвесторів [3].

Сьогодні існує значна кількість ризиків, пов'язаних з операціями на фондовому ринку. При цьому, окрім традиційних (природних для такої ризикованої діяльності, як інвестування) ризиків, на які наражаються учасники фондових ринків світу, існують більш індивідуальні, суто українські ризики. Серед перших слід виділити комунікаційні, операційні, правові ризики, а також ризики розрахункової та клірингової систем, що обслуговують фондову біржу. Значно масштабнішими ризиками саме українського фондового ринку є ризик неліквідності ринку, цінний та інформаційний ризик.

¹ Стаття підготовлена за матеріалами доповіді на науковій конференції "Інститут довіри в економіці та суспільстві", яка відбулась в ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" 28 травня 2010 р.

1.1. Ризик неліквідності ринку. Цей ризик пов'язаний з неможливістю продати цінні папери на біржі або залучити капітал за справедливою ціною. Недостатня ліквідність та відсутність дієвих заходів щодо її стимулювання свідчать про дисфункціональність біржового сегмента фондового ринку.

Поступове зниження майже до нуля спредів між кращими заявками на купівлю-продаж двох-трьох десятків найбільш ліквідних українських акцій не супроводжується аналогічними тенденціями щодо сотень інших цінних паперів. Принаймні максимальні розміри горизонтальних спредів, які встановлюються у правилах українських фондових бірж для мінімізації цінових коливань, для позалістингових цінних паперів сягають 200%. Регулятор поки що не навів навіть мінімальних вимог до спреду (навіть це поняття з'явилося у Положенні про функціонування фондових бірж [4] лише у 2009 році), обмежившись у травні 2010 року (згідно рішення ДКЦПФР [5]) вимогами до діапазону граничних коливань ціни цінних паперів протягом торговельного дня – і лише для лістингових цінних паперів.

Якщо порівнювати показники всіх українських фондових бірж з показниками середньостатистичної біржі-члена WFE, то виявиться, що кількість акцій в обігу співставна, а інші показники в Україні у 140–180 разів менші за середньосвітові.

Важливим аспектом є також забезпечення ліквідності, достатньої для виконання макроекономічної інвестиційної функції біржового ринку. В останні роки залучення капіталу на світових фондових біржах шляхом випуску акцій (IPO та SPO) забезпечує стабільну частку біржових торгів акціями у розмірі 1–1,5% та зростає швидшими темпами за приріст номінального світового ВВП [3; 6]. В Україні спостерігається протилежна тенденція: залучення інвестицій через первинний випуск акцій проходить переважно через позабіржовий ринок, а частка біржових торгів акціями в Україні на первинному ринку у загальному обсязі біржових торгів та ВВП поступово скорочується. Ситуація погіршується тим, що світові та українські показники в цьому аспекті взагалі важко порівнювати, оскільки більшість експертів справедливо вважають, що жодного ринкового залучення капіталу на внутрішньому ринку через IPO за всю історію існування ринку не відбувалося [7]. Незалежно від статусу відкритого (публічного) чи закритого випуску, мають місце передусім так звані "технічні" розміщення, із заздалегідь відомим колом покупців.

1.2. Ціновий ризик. Поширена наукова гіпотеза ефективного ринку виходить з того, що ефективність ринку фінансових активів визначається його здатністю достовірно визначати їх вартість,

виходячи з існуючої на ринку інформації. Саме для цього у світі запроваджується біржовий ринок, який завдяки забезпеченню максимального рівня ліквідності, участі максимальної кількості учасників торгів, концентрації торгів значною кількістю цінних паперів, зрозумілим правилам торгівлі та гарантованим розрахункам може в тій чи іншій мірі забезпечувати достовірне визначення справедливих ринкових цін на фінансові інструменти.

Вітчизняний фондовий ринок виглядає дуже привабливим для інвесторів з точки зору своєї доходності: за 2000–2009 роки фондовий індекс ПФТС зріс у 14,6 разів. Це значно вище за показники інфляції та девальвації, тобто, ринок здатний виконувати ощадну функцію. Однак і падіння цін на українському фондовому ринку є теж найбільш масштабними. У 2008 році капіталізація провідних компаній знизилась у 3,9 рази в гривневому та у 5,9 рази у доларовому еквіваленті. Тому з точки зору співвідношення "ризик–дохід" український фондовий ринок для інвесторів виглядає досить неефективно.

Важливим критерієм оцінки ризику є волатильність (мінливість, англ. *volatility*) – найважливіший фінансовий показник і поняття в управлінні фінансовими ризиками, що являє собою міру ризику використання фінансового інструмента за заданий проміжок часу. Для розрахунку волатильності застосовується статистичний показник вибіркового стандартного відхилення, що дозволяє інвесторам визначити ризик придбання фінансового інструмента.

Найменшою є волатильність розвинених ринків – навіть у періоди різкого росту/падіння курсів цінних паперів фондові індекси США, Великобританії та Японії (Dow Jones 30 Industrials, UK FTSE 100, Japan Nikkei 225) характеризуються волатильністю, що не перевищує 10–15%. Середня за період волатильність індексів Китаю, Бразилії та Росії (China Shanghai Comp, Brazil Bovespa та MICEXINDEXCF) складає 22–34% (при доходності ринків 13–64% річних). Волатильність ринку Угорщини (Hungary BUX) є значно нижчою за показники ринків Перу та України (Peru Lima General та PFTS stock index) – 22% проти 39–44%, тобто волатильність українського ринку в 3–4 рази вища за волатильність розвинених ринків [8].

Окрім загальної непрогнозованості ринку, не допомагають інвестору в Україні і популярні у світі методи порівняльної оцінки вартості цінних паперів.

Зазвичай підприємства, що відносяться до аналогічних галузей економіки чи ринкових сегментів, характеризуються досить схожими співвідношеннями ринкової капіталізації та фінансових показників (виручки, чистого прибутку

тощо) – так звані мультиплікаторами. Фондові аналітики виявляють недооцінені за цими показниками акції та рекомендують обережно відноситись до переоцінених (звісно, існують відхилення від середньогалузевих значень, втім не дуже значні).

В Україні розбіжність між оцінками компаній однієї галузі вимірюється не в разях, а у порядках. Якщо порівняти діапазон коливань українських мультиплікаторів, наприклад, з російськими (хоча цей ринок теж далекий від ефективності), то для підприємств машинобудівної галузі діапазон коливань показника *p/e ratio* в Україні ушестеро ширший за російський (309 проти 55) у 2009–2010 рр. Це пов'язано з впливом таких факторів, як відсутність традицій ефективного та лояльного до інвесторів корпоративного управління, насамперед, в частині прогнозованої дивідендної політики (якщо на розвинених ринках превалюють акції із заздалегідь встановленим розміром дивідендів, то на українському ринку інвестори орієнтуються майже виключно на дохід, пов'язаний із зростанням курсової вартості).

До цінових та інформаційних ризиків (про що йтиметься далі), які призводять до невизначеності інвесторів щодо достовірної ціни активів та більш-менш поширені на інших емерджентних та граничних фондових ринках, додається суто національна українська особливість: ціни досить часто відрізняються на кілька порядків навіть на цінні папери, що мають обіг на кількох українських біржах одночасно, що пояснюється практичною відсутністю уніфікованих нормативних вимог до процедури котирування та визначення біржового курсу на біржі (див. [9]).

Додатковою проблемою є й значні валютні ризики в Україні, які посилюють цінові коливання. Зазвичай значні падіння фондових індексів в Україні відбуваються паралельно із масштабними девальваціями національної валюти, що спричиняє ще більші збитки для інвесторів. За відсутності механізмів хеджування валютних ризиків в Україні інвестування в акції українських емітентів є надто ризикованим. Причиною надмірної волатильності та розбіжності в біржових цінах є низька ліквідність та багаторічна відсутність вимог до впровадження таких мікроструктурних підходів, які б забезпечували справедливе ціноутворення в найбільш конкурентних умовах.

1.3. Інформаційний ризик. Визначальним критерієм конкурентоспроможності ринків капіталу є інформаційна прозорість. Зазвичай найбільш узагальнену інформацію про стан фондового ринку інвестори отримують за результатами аналізу динаміки фондових індексів.

Протягом 1990-х і дотепер суб'єкти фондового ринку України розраховують досить значну кіль-

кість фондових індексів. Власні індекси фондового ринку України розробляли і впроваджували: *ДКЦПФР як регулятор фондового ринку* (Інтегральний індекс фондового ринку); *інформаційні агенції* Cbonds (Індекси ринку облігацій), Український Фінансовий сервер (Індекс УФС), FundMarket (UAI-50); *фондові біржі* ПФТС, УБ, Wiener Borse (Ukrainian Traded Index); *міжнародні рейтингові агенції* Standard & Poor's (S&P/IFCF), MSCI Barra (MSCI Index), Russel Investments (Russell Global Index); *торговці цінними паперами* Concorde Capital (UA CIU: Concorde Investable Universe Index), Dragon Capital (KP-Dragon Index), UPRAS CAPITAL (UPRAS-індекс), АРТ-Капітал (ARTCP-40), ТЕКТ (ТЕКТ-Composite), КІНТО (індекси KINDEX та KINBOND).

І це не остаточний перелік: багато індексів, що розраховувалися з 1997 р., не дожили до наших днів, а нові індекси ще неодмінно з'являться на ринку. Чому ж для аналізу динаміки такого не дуже ліквідного фондового ринку, як український, використовується стільки фондових індексів? Здавалося б, вистачить і одного-двох та, можливо, серії галузевих індексів. Однак експертів не дуже влаштовує репрезентативність індексної корзини та відповідність ринковим тенденціям найбільш популярних фондових індексів [10]. Саме з цієї причини регулярно виникають нові індекси.

Наразі серед емітентів, інформація про коливання яких використовуються для розрахунку національних фондових індексів, переважають підприємства, створені ще за часів СРСР – промислові гіганти та окремі банки. Підприємств "нової" економіки практично немає. Іншою стороною проблеми є те, що індексів, начебто, багато, але індексні кошики практично не відрізняються. На провідних ринках капіталу розраховуються різномірні індекси – галузеві (і такі приклади в Україні є) та так звані "широкі" індекси (індекси "широкого ринку" з вибіркою в 500–3000 акцій емітентів однієї чи навіть кількох країн) – на відміну від традиційних індексів, які розраховуються на підставі динаміки нечисленних "блакитних фішок". Такий індекс в Україні намагалася впровадити ДКЦПФР (до бази розрахунку індексу входило не 10–20, а 150–300 акцій) але цей індекс не мав значного успіху, оскільки, виявилося, що Індекс фондового ринку, який розраховувався ДКЦПФР, ще волатильніший, ніж Індекс ПФТС. До того ж, ці індекси практично не корелювали між собою. Коефіцієнт кореляції між місячними змінами індексів за 2004–2008 роки склав 0,0486, тобто аналогічні коливання траплялися лише випадково. За ці 57 місяців з 01.01.2004 р. по 30.09.2008 р. хоча б напрями коливань (зростання/падіння) співпали лише 24 рази (у 42% випадків). Не дивно, що після 3 кварталу 2008 року

ДКЦПФР згорнула цей проект (принаймні, це був останній період розрахунку, про який повідомлено на Інтернет-сайті ДКЦПФР).

З теоретичної точки, такий випадок можна було б пояснити, що акції, які входять до бази розрахунку Індексу ПФТС, ліквідніші, їх емітенти – лідери у своїх галузях, тому динаміка цих акцій краще відображає динаміку ринку, аніж якісь інші акції. Вибір акцій до складу фондового індексу – дійсно складне питання, і лише кількісний критерій (кількість цінних паперів в кошику індексу) не завжди є визначальним. Втім, до бази розрахунку Індексу фондового ринку входили не якісь абстрактні акції емітентів, частка яких у загальній кількості емітентів акцій в Україні складала 1–2%, а ті ж такі "блакитні фішки" та інші акції, з якими українськими торговцями цінними паперами (за даними звітності [11]) укладалося найбільше договорів на біржовому та позабіржовому ринках. Оскільки Індекс фондового ринку представляв собою значно (на порядок) ширшу вибірку, ніж Індекс ПФТС, є підстави стверджувати, що останній не дуже адекватно віддзеркалював загальну динаміку українського фондового ринку.

Додамо, що волатильність фондових індексів є дуже високою не тільки протягом значних проміжків часу (коливання складають до 60% за місяць), але й протягом дня. У середньому за період 27.03.2009 р. – 30.09.2010 р. коливання (співвідношення максимального та мінімального значення індексу за торговельний день) Індексу українських акцій складала 3%. Але за ці 376 торговельних днів коливання індексу 9 разів перевищували 10% (у деякі дні сягаючи 18% та навіть 25%), 42 рази – перевищували 5%. Тобто інвестор має ризик лише за один день втратити понад 10% свого капіталу, вкладеного у найбільш ліквідні українські акції, з вірогідністю 2,4% та 5–10% капіталу – з вірогідністю 11,2%.

Така волатильність абсолютно неприйнятна для інституційних інвесторів. Якщо відійти від індексів і перейти до емітентів, які позиціонуються як "блакитні фішки", то виявляється, що крім вищої (за українськими, а не світовими мірками) ліквідності, їх інвестиційна привабливість залишає бажати кращого.

По-перше, переважна більшість цих акцій має занижений free-float. Стандартною мінімальною вимогою до free-float на переважній більшості фондових бірж світу є 25% (іноді для альтернативних сегментів біржових торгів встановлюються нижчі вимоги – 15%). В Україні ж усі 15 найбільш ліквідних акцій, які входять не тільки до лістингів, але й до кошика Індексу українських акцій, не відповідають цим мінімальним вимогам. Середній free-float цих акцій складає 8–9% та

коливається в розрізі емітентів у межах 4–24% (на підставі [12]).

Така ситуація призводить до того, що внесення запропонованих змін до Закону "Про акціонерні товариства" [13]), які дозволять власникам більше 95% акцій АТ примусово викуповувати акції міноритаріїв, на думку учасників фондового ринку [14]), може спровокувати масовий відтік ліквідності з українського фондового ринку, що призведе до фактичного занепаду біржової торгівлі в Україні.

На перший погляд, досить дивно, що просте виконання вимог законодавства (фактично гармонізація з Директивою 2004/25/ЄС від 21.04.2004 р. "Про пропозицію публічного викупу" [15] (аналогічні норми містить також законодавство Росії та США)), може спричинити проблеми для фондового ринку. Але з 15 акцій, які входять до складу Індексу українських акцій, мають free-float менше 5%, тому можуть перестати торгуватися, якщо мажоритарні акціонери не запровадять відповідних заходів щодо підвищення публічності обігу акцій та, відповідно, покращання корпоративного управління. А на ці 5 акцій припадає третина торгів акціями на УБ, яка посідала у 2010 р. перше місце в цьому сегменті.

По-друге, емітенти українських "блакитних фішок" сплачують своїм акціонерам менші дивіденди, ніж у середньому по ринку. У 2007 р., коли глобальна фінансова криза ще не поширилась на Україну, а фондовий індекс ПФТС зріс на 135%, емітенти 18–20 акцій, які були класифіковані ДКЦПФР як "блакитні фішки", сплатили акціонерам у середньому 5,37% чистого прибутку – на 1,57% менше, ніж у середньому по Україні. Наступний, кризовий для України, 2008 рік, призвів до істотного падіння рентабельності, причому "блакитні фішки" були в авангарді цього процесу. Лише одиничні емітенти ліквідних акцій сплатили дивіденди. Частка чистого прибутку, виділена акціонерам, скоротилася вшестеро. Натомість компанії другого, третього (а, можливо, й четвертого ешелону, які не бажають – або не можуть через існуючі лістингові вимоги – виходити на біржу) краще проявили себе у кризових умовах та більш щедро, ніж у попередньому році, винагородили акціонерів.

Насправді значна кількість українських "блакитних фішок" – спорадично збиткові підприємства, які практично ніколи не виплачують дивідендів. Хоча міжнародна практика свідчить, що для поважних респектабельних компаній нормальною є виплата акціонерам 40–50% чистого прибутку. А якщо узагальнити співвідношення сплачених дивідендів та ринкової капіталізації емітентів, то можна зробити висновок про примарні перспективи отримати дивідендний дохід після придбання "блакитної фішки".

По-третє, волатильність конкретних ліквідних акцій, зрозуміло, ще вища за волатильність фондових індексів. При такому розмаху коливань дуже важко визначитись із тим, чи має місце дисфункціональність (щодо виконання цінової функції) чи має місце маніпулювання. Найбільш показовий останній приклад – акції Єнакіївського металургійного заводу: коливання ціни акцій наприкінці 2009 р. – на початку 2010 р. (розбіжність цін на провідних біржах) у 4 рази була сприйнята кількома КУА як маніпулювання (напевне, тому що не було ними прогнозоване), а зростання цих акцій у 2007 році у 15 (!) разів було сприйнято як цілком позитивний чинник [16]. Саме після цих цінових рекордів акції Єнакіївського металургійного заводу були включені до складу Індексу ПФТС (28.02.2008 р.). Не менш стрімким було й падіння біржової ціни цих акцій після такого рішення: за 2008 рік – у 8,3 разів. То коли ж визначення біржами ціни цих акцій було достовірним?

Тим не менше, головна проблема полягає не стільки в неправильному виборі акцій, які входять до розрахунку фондових індексів, але називатися "блакитними фішками" можуть фактично тільки в Україні, скільки у вкрай низькій ефективності (якщо не відсутності) біржового ринку в частині виконання функції визначення справедливої ціни. Як справедлива ціна у більш-менш стабільних економічних умовах може колитися в таких значних діапазонах? Ринок фактично не в змозі визначитися стосовно того, яка ж достовірна ринкова ціна фінансових інструментів. Це може пояснюватися низкою пов'язаних причин:

1) низькою ліквідністю ринку (недостатньою кількістю укладених договорів, які б призвели ринок тих чи інших цінних паперів у стан рівноваги) – проявом ризику неліквідності ринку;

2) системним маніпулюванням цінами (про що йтиметься далі), оскільки фондові біржі поки що не зацікавлені впроваджувати заходи щодо зниження цінового ризику;

3) недостатністю актуальної інформації про фінансові показники емітентів та неоперативністю (незручністю) інформування учасників про події, які можуть вплинути на їх ціну, тобто, наслідками саме інформаційного ризику. Якщо інвестори не виступають інсайдерами, то їх доступ до інформації про поточну діяльність емітентів цінних паперів є досить фрагментарним та операційно незручним.

Недостатня прозорість ринку викликана не тільки низькими стандартами корпоративного управління, звітності та аудиту, недостатньою зацікавленістю емітентів у оперативному поширенні інформації про фінансові показники та події,

які можуть впливати на вартість їх цінних паперів [17]. На жаль, створювана регулятором система розкриття інформації та інші довідники і бази даних сьогодні характеризуються різноманітністю форматів, дефрагментованістю, відсутністю єдиного підходу до адміністрування та користування. До теперішнього часу не сформована єдина Інформаційна система ДКЦПФР, у тому числі система публічних сервісів.

Численні бази даних щодо різних видів цінних паперів, інших фінансових інструментів, професійних учасників фондового ринку, їх сертифікованих фахівців тощо сьогодні знаходяться під управлінням різного програмного забезпечення, практично не комуніковані з програмним забезпеченням приймачів звітності та моніторингу, а їх використання знаходиться у компетенції різних підрозділів ДКЦПФР. За відсутності єдиної бази даних ДКЦПФР виникають проблеми, пов'язані з поширенням різних копій, версій, редакцій баз даних, що окремо ведуться різними підрозділами ДКЦПФР та актуалізуються у хаотичному порядку [18]. Все це негативно впливає на систему розкриття інформації, яка сьогодні виглядає досить розпорошеною та неактуальною.

Крім того, вимагає вирішення питання надання різних прав доступу до баз даних не тільки фахівцям ДКЦПФР та учасникам фондового ринку, але й іншим органам державної влади відповідно до їх компетенції. Достовірні, легітимні, оперативно поновлювані та доступні бази даних ДКЦПФР є не тільки необхідною умовою ефективного моніторингу та пруденційного нагляду, але й мінімізують можливі помилки у звітних даних та можуть скоротити кількість правопорушень на фондовому ринку.

На відміну від світових тенденцій, не стали прикладом інформаційної прозорості й вітчизняні фондові біржі. Максимум інформаційних сервісів, які забезпечуються наразі фондовими біржами – це торговельна інформація про цінні папери емітента (на виконання вимог Положення про функціонування фондових бірж [4]) та гіперпосилання на Інтернет-сайти, пов'язані з ДКЦПФР. Дещо ширші аналітичні можливості, які надаються деякими торговцями цінними паперами, орієнтованими на обслуговування фізичних осіб (потенційних споживачів послуг Інтернет-трейдингу).

Важливою проблемою є також не дуже зрозумілий статус інформації, оприлюдненої на всіх цих Інтернет-сайтах – навіть за умови оплати цієї інформації наразі ніхто не несе відповідальності за її достовірність. Можливо, ситуація буде змінена на краще після активізації проекту ЕСКРІН [19], який передбачає використання повноцінного ЕДО між ДКЦПФР та емітентами.

1.4. Комунікаційні та операційні ризики. На відміну від інших сегментів фінансових ринків, кожен учасник сучасного біржового фондового ринку повинен взаємодіяти як з власними клієнтами, так і з розгалуженою інфраструктурою фондового ринку.

Для фондового ринку України, де функціонують десяток бірж та три установи, що виконують функції депозитарію цінних паперів, що зумовлює різні регламенти взаємодії між біржами, депозитаріями, торговцями цінними паперами (членами бірж), зберігачами (клієнтами депозитаріїв), істотно зростають комунікаційні ризики інформаційної взаємодії та операційні ризики, що багаторазово помножуються із збільшенням учасників взаємодії.

На фондових ринках розвинутих країн впровадження ЕДО дозволило суттєво знизити ці ризики, а також розв'язати наступні актуальні проблеми: зменшення трансакційних витрат; скорочення витрат часу на документообіг з клієнтами, брокерами, депозитарними установами, банками; зменшення обсягів паперового документообігу, особливо при обслуговуванні великої кількості фізичних осіб; спрощення формування облікових і звітних аналітичних реєстрів за рахунок використання даних з отриманих від контрагентів електронних документів шляхом впровадження технології системи обробки інформації на принципах STP на всіх етапах обробки розпоряджень/звітів учасників фондового ринку; мінімізація витрат на обслуговування документації (зберігання, створення архівів, пошук, надання контролюючим органам) [20].

Запровадження ЕДО без паралельного впровадження технологій STP суттєво не знизить ризики обробки інформації фахівцями бек-офісу професійних учасників фондового ринку. Буде вирішена проблема оперативності та легітимності обміну документами (у тому числі первинними), тобто знижено комунікаційний ризик, але не буде вирішено більш гостру проблему оперативності відображення даних у внутрішньому обліку та у звітності учасника ринку, тобто операційні ризики, пов'язані з недостатньою автоматизацією учасників ринків, складнощами інтеграції депозитарних та торгових програмних продуктів.

На фондовому ринку України вже існує фрагментарне нормативне регулювання ЕДО, у тому числі і в нормативних документах ДКЦПФР. В Україні є інфраструктура ЕДО (наявні 18 ЦСК (у т.ч. 12 акредитованих), що можуть надавати послуги ЕЦП. ЕДО активно впроваджується значною кількістю органів державної влади для більш ефективної взаємодії з суб'єктами регулювання при наданні звітності. Фактично кожний професійний учасник фондового ринку вже є суб'єктом

ЕДО (а деякі компанії є клієнтами кількох ЦСК одночасно)); для учасників ринку ЕДО не є чимось революційно новим – це вже досить звичний та зручний вид документообігу.

Стандартизація форматів обміну даних для впровадження STP є головною умовою впровадження в Україні активного трейдингу, підвищення ліквідності та залучення на ринок інвестицій населення, а впровадження на ринку ЕДО є вигідним практично для всіх професійних та непрофесійних учасників фондового ринку – фондових бірж, брокерів, зберігачів, КУА, регулятора, СРО, інвесторів (у т.ч. населення України).

Але на сьогодні на фондовому ринку (як і взагалі в Україні) відсутня уніфікація та стандартизація: вимог до електронних документів стосовно наявності підпису (ЕЦП або електронний підпис); стандарту ЕЦП, що використовується для створення електронних документів; формату надання (передачі) електронних даних; вимог до реквізитного складу первинних та вторинних документів; процедур надання звітності ДКЦПФР та іншим органам державної влади.

Кожен з цих елементів стандартизації достатньо важливий. До того ж ці проблеми настільки пов'язані між собою, що потребують одночасного вирішення. Вже зараз через суттєве збільшення договорів, які укладаються на організованому фондовому ринку (в т.ч. завдяки впровадженню технологій Інтернет-трейдингу для залучення на ринок індивідуальних інвесторів), надання звітності до ДКЦПФР (адміністративних даних та інформації щодо виконання ліцензійних умов провадження професійної діяльності) стало значною проблемою як для учасників ринку, так і для ДКЦПФР.

Необхідність підтвердження звітної інформації у паперовій формі вимагає значних витрат на обслуговування цього паперового документообігу (зберігання, архівування, пошук, адміністрування тощо) для учасників ринку. Додатковим навантаженням для учасників ринку є необхідність паралельного надання практично аналогічних документів до різних центральних та територіальних підрозділів ДКЦПФР.

Вирішенням цієї проблеми мав би стати електронний документообіг, який активно впроваджується органами державної влади в рамках програм побудови "електронного уряду" та "інформаційного суспільства" з метою підвищення конкурентоспроможності національної економіки та скорочення державних витрат. Використання учасниками інформаційної взаємодії (в т.ч. державними органами) електронних документів з обов'язковим реквізитом ЕЦП, послуги якої надає акредитований ЦСК, дає можливість відмовитись від паперових копій документів.

Відсутність стандартизації процедур подання звітності та її прийому (навіть до ДКЦПФР) призводить як до додаткового навантаження на учасників ринку, так і до неможливості ефективного здійснення регулятором функцій моніторингу отриманої звітності.

У контексті функціонування фондових бірж необхідність впровадження ЕДО та STP пов'язана із необхідністю виконання інтеграційної функції, тобто створення за сприяння фондових бірж інтегрованих між собою програмних продуктів, здатних автоматизувати обслуговування членами бірж значної кількості клієнтів – одного з чинників, що стимулюють підвищення ліквідності. Якщо операційні проблеми на рівні окремого брокера або зберігача є певною загрозою для інших учасників біржових торгів, але ці проблеми можуть бути вирішені ефективно діючими технологіями клірингу та розрахунків, то збій в інформаційній системі фондової біржі або депозитарію є більш істотною операційною загрозою для всього ринку.

Тому, *по-перше*, доцільним є розповсюдження на фондові біржі та клірингові установи нормативних вимог щодо захисту інформації, стійкості й надійності інформаційної системи бірж та клірингових установ на рівні, не меншому, ніж існують для депозитаріїв, *по-друге*, відповідно до міжнародних рекомендацій щодо систем розрахунків за цінними паперами [21], необхідно здійснювати заходи та реалізовувати такі регламенти взаємодії, аби операційний збій у функціонуванні депозитарію чи клірингової установи не призвів до відповідного збою у роботі біржі.

Необхідно мінімізувати ризик асинхронності операційної діяльності біржової, розрахункової та депозитарної інфраструктури. Додатковим напрямом зниження операційного ризику є запровадження більш ефективних клірингових процедур.

1.5. Ризики розрахункової та клірингової систем, що обслуговують фондові біржі. Тема клірингу найменш розроблена в українському законодавстві, а, відповідно, не знайшла належного відображення у законодавстві та нормативному регулюванні. Саме це дозволяє українським депозитаріям роками здійснювати переказ грошових коштів за договорами, укладеними на біржі, не очікуючи, доки Комісія за погодженням з НБУ нарешті затвердить Правила та операційні стандарти грошового клірингу (відповідно до абз. 3 п. 3 ст. 8 Закону України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні") [22], а кліринг за договорами не здійснювати зовсім. При цьому депозитарії досить непогано заробляють на цій послугі: найбільша частка трансакційних витрат інвесторів сьогодні припадає не на брокерів або біржу, а на депозитарії та зберігачів цінних паперів.

Тема клірингу загострилася, коли ПАТ "Українська біржа" впровадила технологію "центрального контрагента" (Central Counterparty – CCP). Нормативна неврегульованість клірингу призвела до того, що функції CCP в Україні почав виконувати звичайний торговець цінними паперами (ТОВ "Український центральний контрагент"), а мотивами впровадження технології стали, по-суті, наявність відповідних технічних можливостей у ПАТ "Українська біржа" та унеможливлення ідентифікації контрагента за наслідками торгів.

Утім, у світі функції CCP дещо інші – це максимальне зниження ризиків розрахунків, здешевлення плати за трансакції та надання додаткових комерційних можливостей учасникам розрахунків. Причому CCP – це не завжди спосіб розрахунків, а саме технологія так званого "централізованого клірингу", а особа, що акумулює на себе ризики – це не звичайний брокер, а нормативно врегульована послуга клірингової установи.

Очевидно, що статус CCP – це статус технічної сторони в біржовому договорі або установи, що завдяки новації стає стороною договору, яка не має економічного зиску за цими договорами (хоча ця обставина вже відноситься до сфери дії цивільного права).

Ситуація потребує якнайшвидшого врегулювання, оскільки клірингова технологія CCP є також умовою інтеграції з міжнародними фінансовими ринками, не меншою, ніж наявність центрального депозитарію.

Однак проблеми клірингу не обмежуються CCP.

Діюче Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів [23] класифікацію видів клірингу і технологію клірингу як раз не розглядає. Законодавство, що регулює клірингову діяльність, має чітко виражений галузевий (фрагментарний) характер. Це знаходить своє відображення у тому факті, що на кожному з сегментів фінансового та товарного ринку склалося *відмінне* регулювання *подібних* відносин.

І, нарешті, центральна проблема як клірингу, так і розрахунків за договорами щодо цінних паперів, – нівелювання ризиків завершення розрахунків за зобов'язаннями, що виникли внаслідок укладення договорів або проведення клірингу за ними.

Необхідно виключити можливість накладення арешту або звернення стягнення на активи, призначені для забезпечення розрахунків за наслідками біржових торгів, тобто, активи, заблоковані на рахунках в цінних паперах та в грошових коштах.

Частіше за все заходи, пропонувані вітчизняними науковцями та учасниками фондового ринку в рамках підвищення ефективності функціонування

інфраструктури фондового ринку, обмежуються пропозиціями щодо створення Центрального депозитарію. Набагато менш популярною темою є проведення грошових розрахунків (вірніше, у відповідності до Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" [24] буде термін "переказ коштів") за договорами щодо цінних паперів, які укладені на фондовій біржі.

При реалізації моделей розрахунків за наслідками біржових торгів учасники ринку (депозитарії цінних паперів та фондові біржі), у першу чергу, акцентують увагу саме на системі розрахунків в цінних паперах. Утім, неврегульованість розрахунків в грошових коштах призводить до відокремлення біржового ринку від міжбанківської платіжної системи, а відтак – проблем при формуванні первинних документів на підтвердження руху коштів в бухгалтерському та податковому обліку.

Відсутність зрозумілої системи розрахунків за наслідками біржових торгів віртуалізує і профанує будь-які біржові механізми, має наслідком операційні, юридичні, податкові ризики для учасників торгів.

1.6. Правовий ризик Правовий ризик для інвесторів може виникати внаслідок різних причин, серед яких можна виділити недосконалі правила біржової торгівлі, їх невідповідність правилам розрахункових систем, нечіткість опису торгових і розрахункових процедур, відсутність нормативного регулювання, достатнього для захисту прав інвесторів. В Україні ці ризики є достатньо суттєвими з огляду на ряд невирішених питань у регулюванні, про що йшлося вище.

Лише протягом 2009–2010 рр. за ініціативи учасників ринку (насамперед, СРО АУФТ та УАІБ) були стандартизовані на нормативному рівні такі поняття, як: спред (вертикальний та горизонтальний), граничні значення зміни ціни, ціни відкриття та закриття, поточна ціна, біржовий курс та чіткі алгоритми їх визначення, адресні та безадресні заявки [25], [26]. Дотепер відсутнє врегулювання процедури встановлення стартової ціни (ціни відкриття для цінних паперів, що вперше допускаються до біржових торгів) [27].

Але найбільшими правовими ризиками біржового сегменту фондового ринку України залишаються ризики нелегітимності існуючих розрахункових та клірингових моделей (про що йшлося вище) та недосконалого підтвердження укладення біржових угод (неможливість оформлення легітимних первинних документів у рамках певних розрахункових моделей).

До середини 2010 р. найбільш популярною в Україні була модель грошових розрахунків у межах поточного рахунку депозитарію. Принциповою особливістю цієї моделі є дворівнева схема розрахунків, що відповідає існуючій в Україні

депозитарній моделі. З метою попереднього блокування для участі у біржових торгах, кошти від брокера на свій поточний рахунок спочатку одержує зберігач, який вже потім переказує їх на поточний рахунок депозитарію в розрахунковому банку (у НБУ). Розрахунки між учасниками біржових торгів здійснюються в межах поточного рахунку депозитарію. Учасники біржових торгів, які, власне, й укладають договори на біржі, не беруть участі безпосередньо в розрахунках, що зосереджені в депозитарії та зберігачах.

Така схема грошових розрахунків сепарує біржовий ринок від банківської системи, висуває досить великі вимоги до капіталу депозитарію, що має гарантувати грошові розрахунки для всього біржового фондового ринку, і, як наслідок, збільшує кредитні та операційні ризики [28].

Дії депозитарію та зберігача (який не є банком) при моделі розрахунків у межах поточного рахунку депозитарію в розрахунковому банку, з одного боку, можна кваліфікувати як дії будь-якого клієнта банку з розпорядження коштами, що знаходяться на його банківському рахунку, з іншого, враховуючи специфіку виконуваних депозитарієм та зберігачем (не банком) функцій, рахунок депозитарної установи в банку є аналогом кореспондентського рахунку банку, оскільки на рахунку депозитарію та такого зберігача обліковуються кошти інших осіб. Тобто, діяльність депозитарію та зберігача (не банку) щодо отримання та розпорядження коштами необхідно розглядати як фактичне залучення коштів інших осіб (у даному випадку коштів учасників біржових торгів та зберігачів). Відповідно, дії особи, що залучає кошти, мають регулювати НБУ (ст. 47 [29]) або/та Держфінпослуг (ст. 1 та 4 [30]) шляхом надання відповідної ліцензії (дозволу).

Така модель грошових розрахунків (переказу грошових коштів) суперечить Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" [24]. Розрахунки, "здійснювані" депозитарієм або зберігачем, не вважаються переказом коштів відповідно до чинного законодавства, що призводить до неприйняттого розміру ризиків. Зокрема, на основі таких розрахунків неможливо сформувати для учасників біржових торгів первинні документи (інформацію про залишок активів), а отже, неможливо відобразити такі операції в обліку, у т.ч. податковому.

З приводу визначення позиції ДПАУ щодо переліку документів, які можуть застосовуватись у бухгалтерському та податковому обліку операцій з цінними паперами, форми цих документів (у вигляді документу на папері/електронного документу/електронній), їх реквізитного складу тощо провідні фондові біржі протягом 2007–2009 років вступили в активну переписку з ДПАУ.

Запровадження Інтернет-трейдингу загостило питання надання тисячам клієнтам легітимних первинних документів. Протягом 2009–2010 років працювала робоча група, до складу якої увійшли представники НБУ, Мінфіну, ДПАУ, ДКЦПФР, Держфінпослуг, АУФТ, яка дійшла наступних висновків: накопичена практика та методологія підходів (вимог) до документообігу, в тому числі вимог до первинних документів, підказує, що для підтвердження фактів здійснення операцій з цінними паперами використовуються наступні два види первинних документів, що підтверджують здійснення операцій щодо цінних паперів: 1) документ, що підтверджує факт переказу грошових коштів; 2) документ, що підтверджує факт переказу цінних паперів [31]. Хоча точка зору учасників робочої групи ще не набула форми нормативного документу, депозитарій ВДЦП, розуміючи високий правовий ризик розрахунків, як вказувалося у п. 1.5, вже змінив основну модель розрахунків, отримавши право відкривати грошові рахунки; натомість депозитарій НДУ користується цієї моделлю і дотепер.

2. Засоби запобігання маніпулюванню на біржі з метою зменшення цінових ризиків інвесторів

2.1. Передумови маніпулювання на українських фондових біржах. Визначений у п. 1.2 ціновий ризик має однією з можливих причин маніпулювання на біржовому ринку. На це вказують українські науковці [32; 33], про такі факти учасники ринку охоче розповідають ЗМІ (наприклад, [10], [34–38]), але дослідженням цього явища в Україні періодично займаються лише представники тих самих ЗМІ. Жодного випадку виявленого регулятором факту маніпулювання наразі не зафіксовано, незважаючи на численні скандали на ринку, скарги інвесторів та коливання цін фінансових інструментів іноді в тисячі разів.

У 2003 р. було затверджено Концепцію запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку [39], але її спіткала доля переважної більшості попередніх концепцій, спрямованих на розвиток фондового ринку, – всі вони майже не мали нормативних та організаційних наслідків. Перша спроба ДКЦПФР прийняти Положення щодо запобігання маніпулюванню на фондовому ринку датується 2008 роком, але цей проект все ще активно дискутується на ринку.

Спершу спробуймо визначитись із тим, чи дійсно мають під собою підстави закиди щодо системного маніпулювання на українському біржовому ринку, які неодноразово висловлювалися представниками регуляторної та нормативної інфраструктури фондового ринку.

З огляду на провідні позиції біржі ПФТС, більшість критичних зауважень висловлювалося саме на її адресу, хоча вони є справедливими і для інших бірж.

Для маніпулювання цінами та обсягами торгів існували й існують передумови, які пов'язані у першу чергу з комерційними прагненнями, частина цих передумов полягає в економічній площині:

1) зацікавленості інституційних інвесторів у визначенні ціни, зручної для формування резервів під можливі збитки від операцій з цінними паперами, нарахуванні завищених комісійних за управління активами ІСІ на користь афілійованих КУА [34] або маніпулюванні вартістю чистих активів ІСІ чи НПФ;

2) зацікавленості брокерів у високому рейтингу серед учасників біржових торгів, що розраховується за критерієм обсягу укладених на біржі договорів, з метою підвищення авторитету та популярності серед українських та міжнародних інвесторів.

Інші передумови викликані відсутністю достатнього регулювання ДКЦПФР та біржами торговельних та розрахункових процедур, спрямованих на визначення справедливої ціни та гарантування розрахунків:

1) переважно адресний (або неанонімний) характер укладення договорів на біржі;

2) можливість змінювати умови укладеного на біржі договору або взагалі його анулювати та не проводити розрахунки, що не впливає на наслідки біржового котирування та визначення біржового курсу;

3) відсутність або недостатність необхідного контролю з боку фондових бірж за виконанням розрахунків за біржовими договорами (всупереч тому, що Положення про функціонування фондових бірж покладає на них цю функцію);

4) відсутність достатнього контролю з боку регулятора – внаслідок недосконалої системи звітності (про що йшлося вище) та неможливості виконання своїх функцій державними представниками на фондових біржах.

Вірогідність існування фактів маніпулювання обсягом торгів неважко проілюструвати такими даними: протягом 2007–2008 років практично кожного місяця (10 місяців у 2007 році та 11 місяців у 2008 році) обсяги торгів в останній день місяця перевищували середньомісячні показники на 11–294% (в середньому в 2–3 рази). Саме в ці дні формуються ціни фінансових інструментів, які входять у активи інституційних інвесторів. При цьому переважна більшість цих фінансових інструментів протягом іншої частини місяця взагалі не користуються попитом, а біржові договори по них не фіксуються.

Із активізацією конкуренції на біржовому ринку та посиленням контролю з боку регулятора за обов'язковістю розрахунків за біржовими договорами, ця тенденція стала менш чітко визначеною, але й наразі зберігається. Більше того, окремим показником ліквідності бірж є кількість результативних торгових сесій – зрозуміло, що на ліквідних біржах, які дійсно створюють постійно діючий ринок, договори укладаються практично кожний робочий день (таких бірж в Україні 3–5), а на менш ліквідних біржах – більш епізодично (іноді 1–2 дні на місяць). При цьому в останні дні місяця торги на українських біржах відбуваються практично завжди, незалежно від ступеня ліквідності.

Виявити факти, що можуть свідчити про маніпулювання цінами в умовах надвисокої волатильності ринку загалом та ринків окремих цінних паперів (п. 1.2) складніше, але настільки ж волатильні мультиплікатори вказують на спорадичну невідповідність цінової динаміки цінних паперів та фінансових показників емітентів. У будь-якому випадку можна дійти висновку, що передумови для маніпулювання та факти, що можуть свідчити про можливість маніпулювання, в Україні присутні. Та й було б дивно, якби вони не мали місця, якщо навіть на такому ліквідному та жорстко регульованому ринку, як біржовий фондовий ринок США, час від часу виявляються факти маніпулювання.

2.2. Напрями протидії маніпулюванню на біржовому ринку. Існують різні підходи до визначення маніпулювання. З юридичної точки зору маніпулювання цінами зазвичай відносять до недобросовісної практики ведення бізнесу на ринку цінних паперів. Існують також економічні підходи до визначення маніпулювання, які характеризують його з точки зору впливу на ціну, наприклад:

- штучне контролювання курсів ЦП, яке за своєю суттю є намаганням продавати ЦП за цінами вище/нижче тих, які встановилися б в результаті нормального впливу співвідношення пропозиції та попиту; при цьому маніпулятор намагається отримати прибуток/уникнути збитків шляхом встановлення фіктивних цін, як правило, за рахунок інвесторів; слід зазначити, що деякі маніпуляції навіть зараз є цілком законними, оскільки головною характеристикою маніпулювання є не протизаконність, а саме контроль за цінами [40];
- штучний контроль за цінами чи їх стабілізація на підставі пулових угод чи інших дій [41];
- серія угод, яка включає купівлю та продаж ЦП з метою створення оманливої уяви активної торгівлі чи з метою підняти/знизити ціну, аби спонукати інших учасників ринку до купівлі/продажу цієї ЦП [42];
- будь-які дії, спрямовані на створення неправдивих цінових орієнтирів (визначення SEC) [43] тощо.

У законодавстві України превалює юридичний підхід. Утім, усі нормативні визначення маніпулювання (абз. 11 ст. 1 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" [44], п. 1 розділу I Положення про функціонування фондових бірж [4] у попередній редакції) в якості основного критерію визначають відхилення від ринкової ціни. Це визначення маніпулювання є, по-перше, занадто вузьким, оскільки акцентує увагу виключно на маніпулювання цінами, хоча не менш поширеною та не менш негативною ознакою національного біржового ринку є маніпулювання обсягами торгів, по-друге, занадто розпливчатим (з огляду на відсутність в Україні однозначного визначення ринкової ціни).

Наразі існують спроби визначити більш чіткі критерії маніпулювання в окремому нормативному акті ДКЦПФР – Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі [45], проект якого опубліковано 14.09.2010 р. Але фондові біржі та СРО справедливо охарактеризували ці спроби як надто фрагментарні, декларативні та неприйнятні з огляду на наявність значної кількості понять, які чітко не визначені (а іноді й в принципі не можуть бути об'єктивно визначені).

Формування якоїсь типології прикладів дій, які можуть сприйматися як маніпулювання, у сучасних умовах вбачається передчасним. Справжні маніпулятори завжди знайдуть сотні шпарин між запропонованими критеріями, а добросовісні учасники торгів неефективно витратять свій час на пояснення своїх торгових стратегій фондовій біржі (що, до речі, унеможливить реалізацію цих стратегій).

Такий формальний підхід ставить під сумнів виконання фондовою біржею її комерційної функції: учасники торгів та їх клієнтів збираються на організованому ринку саме для того, щоб із застосуванням тих чи інших торговельних стратегій отримати спекулятивний прибуток.

Завданням біржі або регулятора є не стільки контроль кожної угоди за досить суб'єктивними параметрами, а досконале та ефективне регулювання торгів на рівні правил біржі (створення конкурентних умов торгів та справедливого ціноутворення).

Насправді певна частина описаних у пропозиціях прикладів маніпулювання може характеризуватися як ефективна торговельна стратегія.

Крім того, пропозиції не пов'язують дії щодо маніпулювання з критеріями визначення біржового курсу, що вкрай нелогічно. Якщо учасники торгів здійснюють маніпулювання на адресному ринку або на ринку РЕПО, то це, звісно, неприємно, але нікому не заважатиме і не складатиме ризики для інвесторів. Саме тому маніпулювання на таких ринках і не здійснюється. До того ж практично всі

операції, які здійснюються маркет-мейкерами, андеррайтерами та фінансовими установами, що виконують функції центрального контрагента, автоматично підпадають під критерії маніпулювання. Тобто, пропонувані заходи негативно позначаються на діяльності саме тих учасників ринку, які повинні стимулювати ліквідність.

Завданням біржі є створення таких умов, аби низкою заходів (регулювання розміру спредів, надмірної волатильності; забезпечення анонімності заявок; контроль розрахунків; виділення торгів, на яких ціни формуються у недостатньо конкурентних умовах або системно відхиляються від справедливої вартості, у окремі біржові сегменти, на яких не розраховується біржовий курс, тощо) якщо не унеможливити, то максимально ускладнити дії щодо маніпулювання. Якщо спреди достатньо вузькі, ліквідність забезпечується маркет-мейкером, заявки подаються анонімно, договори укладаються за кращою ціною, а не шляхом акцепту самостійно обраних заявок, то маніпулятивні дії одного чи групи учасників торгів можуть бути ефективно припинені більшістю учасників торгів, торговельна стратегія яких спирається на інші цінові орієнтири (тобто, самим ринком).

На сучасному етапі це найбільш лояльний для учасників торгів та найбільш ринковий захід протидії маніпулюванню. Натомість якщо фондові біржі не вважають за потрібне забезпечувати конкурентність торгів, то мова йде навіть не стільки про системне маніпулювання цінами, скільки про глобальне перекручення загальних правил та понять біржової торгівлі, самих її принципів, що дає можливість учасникам ринку скористатися недостатньо ефективними та врегульованим біржовими процедурами.

Еволюція фондового ринку України на даному етапі його розвитку призвела до відсутності серед бірж визнаного лідера, який би мав достатній авторитет, ліквідність та засоби, аби ефективно виконувати регулятивну функцію без побоювання втратити конкурентоспроможність на ринку. Якщо біржі світового рівня, репутація яких є суттєвою часткою їх капіталізації, самостійно впроваджують заходи щодо мінімізації цінового ризику та протидії маніпулюванню та інсайду, то від українських бірж навряд чи варто очікувати ініціатив в цьому напрямку.

Як показує практика функціонування біржового ринку останніх років, найбільш ефективним є розвиток ринку через мінімальні, але зрозумілі, стандартизовані вимоги з боку регулятора. При цьому, якщо біржа настільки впевнена у своїх конкурентних перевагах, то вона може застосувати у власних правилах більш жорсткі вимоги, аніж це передбачається нормативним актом. Останній за часом приклад – введення ФБ "Перспектива" у своїх Правилах [46], зареєстрованих ДКЦПФР 21.12.2010 р. додат-

кового (у порівнянні з Положенням про функціонування фондових бірж) критерію щодо визначення біржового курсу – на підставі принаймні трьох укладених на біржі протягом дня договорів.

При аналізі передумов маніпулювання варто нагадати про істотні інформаційні ризики на національному фондовому ринку. Частіше за все саме інсайдерська інформація підштовхує її власників до маніпулювання цінами [47].

Утім, незважаючи на те, що в Україні нещодавно визначено перелік інформації, яка має ознаки інсайдерської (це всього лише відомості, що містяться в річній, квартальній та особливій інформації про емітента [48]) та встановлено порядок її розкриття [49] (аналогічно до вимог та у строки, визначені [50] у рамках розкриття інформації емітентами цінних паперів), нерозвинена інформаційно-аналітична та ІТ-інфраструктура, а також невисокі стандарти бухгалтерського обліку та корпоративного управління в Україні не дають інвесторам можливості отримати оперативну та достовірну інформацію, яка може вплинути на ціни.

Регулювання повинно відповідати реаліям існування ринку. На високоліквідних, розвинених ринках капіталу, рентабельних для професійних учасників ринку, доцільно впровадження значних вимог до зниження ризиків у їх діяльності та покладання на них додаткового навантаження у вигляді ретельного моніторингу особливостей кожної операції та їх учасників. В українських умовах, коли вже наявні випадки відмовлення онлайн-брокерів від надання послуг Інтернет-трейдингу та продажу цього бізнесу [51] (оскільки ринок виявився не настільки швидкозростаючим та рентабельним, аби окупити значні витрати на побудову ефективної системи якісного та оперативного обслуговування значної кількості клієнтів), коли інвестори наражаються на надмірні ризики, додатковий крок у напрямку більш жорсткого, але не визначеного регулювання цього ринку може загальмувати його розвиток.

Таким чином, заходи для боротьби з маніпулюванням є такими самими, як і для розвитку біржового сегменту фондового ринку взагалі: стимулювання ліквідності, модернізація лістингових вимог, контроль за розрахунками, уніфікація курсів та цінових коливань, правил фондових бірж. При цьому за стандартизованих умов цінової торгівлі та ціноутворення, а також уніфікації параметрів звітних даних учасників ринку при впровадженні дієвої системи моніторингу ринку регулятори (ДКЦПФР, певною мірою СРО, біржі – за умов, що викладені вище) в змозі виявляти факти, що можуть свідчити про справжні маніпулювання, а не самі лише численні випадки, які можуть здатись схожими на маніпулювання з огляду на суб'єктивні чинники.

3. Напрями модернізації фондового ринку України з метою підвищення ролі біржового сегмента

Найбільш важливі напрями модернізації фондового ринку полягають в площині стимулювання ліквідності і забезпечення ефективних процедур ціноутворення, тобто, вирішення проблеми ризику неліквідності та цінового ризику ринку. Інші ризики є пов'язаними з цими головними чинниками неефективності біржового сегмента українського фондового ринку – операційно або організаційно гальмують підвищення ліквідності (правовий, комунікаційний, операційний) та не сприяють недостовірному ціноутворенню (інформаційний ризик). Причому стимулювання ліквідності є все ж таки первісним, визначальним критерієм, оскільки між ліквідністю та ціноутворенням існує органічний взаємозв'язок: саме достатня ліквідність є передумовою визначення справедливої ціни та мінімізує можливості для маніпулювання; і навпаки важко

очікувати високої ліквідності в умовах неефективного ціноутворення. Саме ліквідність є головними чинником конкурентоспроможності сучасних біржових ринків.

Для підвищення рівня ліквідності вітчизняного біржового ринку пропонується комплекс нормативних, організаційних та технологічних напрямів модернізації біржового сегменту фондового ринку для підвищення його ліквідності, конкурентоспроможності та привабливості для індивідуальних та інституційних інвесторів.

Серед цих напрямів виділено дві основних складові:

по-перше, розширення кількості фінансових інструментів в біржовому обігу, збільшення кола учасників торгів та диверсифікація біржових технологій;

по-друге, підвищення ефективності складових інфраструктури фондового ринку.

ЛІТЕРАТУРА

1. Доклад Мирового Экономического Форума // Ведомости. – 2008. – 10 января.
2. FTSE Country Classification [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/Downloads/FTSE_Country_Classification_Sept_09_update.pdf
3. Річні звіти ДКЦПФР за 1998–2009 рр. [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.ssmc.gov.ua>
4. Положення про функціонування фондових бірж, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 19.12.2006 р. № 1542.
5. Рішення ДКЦПФР від 21.05.2010 № 619 "Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж".
6. World Federation of Exchanges Annual Reports. WFE Focus [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.world-exchanges.org>
7. Складов О. Фондовий ринок України: виклики та зміни // Матеріали XIII щорічного Форуму ПФТС, (м. Алушта, 23–27 вересня 2010 р.) [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://pfts.com/uk/yearly-forum>
8. Шишков С.С. Оцінка достовірності інформації про ринкову ціну на фондовому ринку України // Materialy VI mezinarodni vedecko-prakticka konference ["Vedecky pokrok na rozmezy tisíciletí-2010"]. – Dil. 4. Ekonomické vedy: Praha. Publishing House "Education and Science" s.r.o. – С. 45–48.
9. Антонов С.М., Шишков С.С. Визначення ринкової вартості цінних паперів: основні проблеми та шляхи їх вирішення // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 1. – С. 67–98.
10. Шевченко П., Денков Д. Фондовий ринок – знову обман? // Економічна правда. – 2011. – 04 січня [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.epravda.com.ua/publications/2011/01/4/264644/view_print
11. Методика розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, затверджена Рішенням ДКЦПФР від 20.12.2000 р. № 237.
12. Список акцій для розрахунку Індексу Українських акцій / ПАТ "Українська біржа" [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://fs.ux.ua/files/59>
13. Проект Закону про внесення змін до Закону України "Про акціонерні товариства" від 19.03.2010 р. № 6216; ч.1 ст. 65–1.
14. Максимчук Н. "Голубые" шишки // Коммерсантъ–Украина. – 2010. – № 165 [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.kommersant.ua/Doc.html?docId=1512741>
15. Директива Євросоюзу 2004/25/ЄС від 21.04.2004 р. "Про пропозицію публічного викупу".
16. Брагін С., Макаренко О. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку: приклад України // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 1. – С. 18–24 [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://fundmarket.ua/experts/nyedyerzhavn-pyensyn-fondi-na-nyeyefektivnomu-fondovomu-rinku-priklad-ukrani-20110215145731>

17. *Шишков С.Е.* Интегральный коэффициент привлекательности предприятий и организаций для портфельного инвестирования / С.Е.Шишков // *Материалы Международной научно-практ. конф. ["XXI столетие – проблемы и перспективы освоения месторождений полезных ископаемых"]* : Сборник научных трудов Национальной горной академии Украины, № 3, Т. 7. Экономика горных предприятий, менеджмент и маркетинг. Финансовые аспекты развития экономики Украины. Проблемы профессиональной подготовки кадров для горной промышленности в национальной системе. – Днепропетровск : РИК НГА Украины, 1998. – С. 152–155.
18. Проект Концепції побудови Системи моніторингу фондового ринку України та електронного документообігу в ДКЦПФР / ТОВ "БІТ-Продакшн" ; АУФТ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.aust.com.ua>
19. Рішення ДКЦПФР від 26.03.2008 р. № 277 "Про визначення за підсумками проведеного конкурсу тимчасового акредитованого центру сертифікації ключів для надання послуг електронного цифрового підпису учасникам другого етапу пілотного проекту розкриття інформації емітентами цінних паперів".
20. Електронний документообіг на фондовому ринку України: досягнення та перспективи / С.М.Антонов, С.Є.Шишков ; за ред. С.М.Антонова ; Асоціація "Українські Фондові Торговці". – Дніпропетровськ, 2009. – 103 с.
21. Рекомендації для систем розрахунків по цінних паперах / Банк міжнародних розрахунків, Міжнародна організація комісії з цінних паперів, 2001.
22. Закон України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10.12.1997 р. № 710/97–ВР [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.rada.gov.ua/>
23. Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006 р. № 1001.
24. Закон України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" від 05.04.2001 р. № 2346–ІІІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.rada.gov.ua/>
25. *Шишков С.Є.* Формування об'єктивних цін фінансових інструментів на фондових біржах України: проблеми і шляхи вирішення // Тезиси докладов Всеукраїнської науково-практичної конф. ["Перспективи розвитку і пути совершенствования фондового рынка"], (г. Симферополь, 17–20 декабря 2009 г.) / ТНУ. – Симферополь : Информационно-издательский отдел ТНУ, 2009. – С. 53–56.
26. *Шишков С.Є.* Біржовий курс – необхідність нормативного встановлення // Матеріали І науково-практичної конф. ["Сучасні питання фондового ринку"], (м. Київ, 3 грудня 2009 р.) / АУФТ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.aust.com.ua>
27. *Шишков С.Є.* До питання достовірного визначення ціни відкриття торговельної сесії на фондових біржах України // Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика: Мат. XV науково-практ. конф. ["Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика"], (м. Луцьк, 26–27 трав. 2010 р.). – Луцьк : Волин. нац. ун-т ім. Лесі Українки, 2010. – С. 216–217.
28. *Антонов С.М.* Розрахунки за біржовими договорами: особливості нормативного регулювання та податкові аспекти // Матеріали І науково-практичної конф. ["Сучасні питання фондового ринку"], (м. Київ, 3 грудня 2009 р.) / АУФТ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.aust.com.ua>
29. Закон України "Про банки і банківську діяльність" від 07.12.2000 р. № 2121–ІІІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.rada.gov.ua/>
30. Закон України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" від 12.07.2001 р. № 2664–ІІІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.rada.gov.ua/>
31. Проект Протоколу результатів роботи членів робочої групи щодо визначення статусу первинного документу при здійсненні діяльності щодо організації торгівлі на ринку цінних паперів.
32. *Федоренко А.В.* Розширення можливостей фондового ринку як джерела інвестиційних ресурсів для економіки України // Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку / За ред. А.І.Даниленка. – Т. 2. Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. – К. : Фенікс, 2008. – С. 382.
33. *Мозговий О.М.* Фондовый рынок. – К. : КНЕУ, 2001. – 96 с.
34. *Еременко А.* Фондовый аэроостат // БИЗНЕС. – 2007. – № 44 [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://investory.com.ua/press_center/survey_3/archives/survey_1/fondovij_aerostat
35. *Лямец С.* ГКЦБФР поборется с инсайдом // Экономические известия. – 2009. – № 12 [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.eizvestia.com/fin/full/44311>

36. Дружержученко К. Эффект декабря. Как времена года влияют на динамику украинского фондового рынка? // *Контракты*. – 2008. – № 16 [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://kontrakty.ua/content/view/2951/39>
37. Терехова Н. Волшебники фондового рынка // *Инвестгазета*. – 2009. – № 44 [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2009/11/09/177215>
38. Гусев Н. Money-пуляторы // *БИЗНЕС*. – 2010. – № 37 [Электронный ресурс]. – Доступный з : http://www.business.ua/articles/state_regulation/3550/print
39. Концепція запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку, затверджена Рішенням ДКЦПФР від 14.01.2003 р. № 21.
40. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок : 6-е изд. / пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 648 с. [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://www.twirpx.com/file/88658>
41. Ballantine's Law Dictionare / 3 ed. – Rochester, N.Y. : The Lawyers Co-operative Publishing Company, 1969.
42. Black's Law Dictionare / 6 ed. – StPaull, Minn. : West Publishing Co, 1990.
43. Уваров О., Фомина Л. Мошенничество, манипуляция и другие правонарушения с ценными бумагами // *РЦБ*. – 1999. – № 16. – С. 15.
44. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30.10.1996 р. № 448/96–ВР [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://www.rada.gov.ua/>
45. Проект Рішення ДКЦПФР "Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі" [Электронный ресурс]. – Доступный з : [http://www.ssmc.gov.ua/\(X\(1\)S\(0f4myk45ffmj245ekcynm45\)\)/RAProject.aspx?RAProjectID=525](http://www.ssmc.gov.ua/(X(1)S(0f4myk45ffmj245ekcynm45))/RAProject.aspx?RAProjectID=525)
46. Правила ПАТ "Фондова біржа "Перспектива", зареєстровані ДКЦПФР [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://fbp.com.ua/55/view.aspx>
47. Татьянаников Т.В. Риски инвесторов в условиях повышенной неопределённости российского фондового рынка: дис. ... канд. экон. наук / Уральский гос. экон. ун-т. – Екатеринбург, 2001. – 193 с. [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://www.mirkin.ru>
48. Рішення ДКЦПФР від 21.11.2006 р. № 1344 "Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської".
49. Рішення ДКЦПФР від 22.07.2008 р. № 792 "Про порядок розкриття інсайдерської інформації".
50. Рішення ДКЦПФР від 19.12.2006 р. № 1591 "Про затвердження Положення про порядок розкриття інформації емітентами цінних паперів".
51. Давиденко Б. На фондовом рынке начали приторговывать интернет-трейдерами // *ДЕЛО*. – 2010. – 22 листопада [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://delo.ua/business/na-fondovom-nachali-pritorgovy-147956>