

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ВОДНОГО ГОСПОДАРСТВА ТА
ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ

На правах рукопису

ТРОФІМЧУК МИХАЙЛО ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 338.246.025.2:339.137 (477)

РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН
НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Спеціальність 08.00.03 – Економіка та управління
національним господарством

Науковий керівник

ПАВЛОВ ВОЛОДИМИР ІВАНОВИЧ

доктор економічних наук, професор,
заслужений економіст України

ЗМІСТ	
ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	11
1.1 Наукові положення формування конкурентного середовища ринку цінних паперів	11
1.2 Суб'єкти та об'єкти регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів	27
1.3 Світовий досвід регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів	48
Висновки до розділу 1	65
РОЗДІЛ 2 ОСОБЛИВОСТІ РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ	68
2.1 Сучасні тенденції регулювання конкурентних відносин на організованому ринку цінних паперів в Україні	68
2.2 Оцінка регулювання конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів вітчизняного ринку цінних паперів	90
2.3 Трансформація процесів регулювання конкурентних відносин в депозитарній системі	105
Висновки до розділу 2	122
РОЗДІЛ 3 ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРОЦЕСІВ РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ	125
3.1 Пріоритетні напрями регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів	125
3.2 Виявлення та протидія маніпулюванню на фондових біржах	141
3.3 Попередження прояву негативних явищ конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів ринку цінних паперів	152

Висновки до розділу 3	161
ВИСНОВКИ	164
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	167
ДОДАТКИ	186
Додаток А Оцінка економічної концентрації на основі кривої Лоренца	186
Додаток Б Зразок угоди про співпрацю на ринку державних цінних паперів	188
Додаток В Вихідні дані для обрахунку індивідуальних суттєвих цінових відхилень для акцій індексного кошика ПАТ «Фондова біржа «ПФТС»	191
Додаток Г Вихідні дані для обрахунку індивідуальних суттєвих цінових відхилень для акцій індексного кошика ПАТ «Українська біржа»	196
Додаток Д Динаміка індексів фондових бірж ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та ПАТ «Українська біржа»	200
Додаток Е Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження	201

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. З переходом України до ринкових форм господарювання особливої актуальності набула проблема забезпечення розвитку та регулювання конкурентних відносин у всіх сегментах національного господарства, зокрема й у фінансовій сфері. Саме тому, формування конкурентного середовища є одним з пріоритетних напрямів державної фінансово-економічної політики. Ефективне регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів забезпечує залучення, перерозподіл та концентрацію інвестиційних ресурсів у найбільш перспективних галузях реального сектора економіки країни.

Сутність та прояви конкуренції на відповідних етапах розвитку економічних відносин досліджували у своїх працях такі зарубіжні та вітчизняні вчені, як С. Авдашев, Г. Азоєв, А. Герасименко, Ф. Котлер, З. Люльчак, С. Мочерний, М. Портер, В. Сахаров, С. Скибінський, А. Сміт, Р. Фатхудинов, Ф. Хайєк, Е. Чемберлен, Й. Шумпетер, А. Юданов.

Безпосередньо проблемам функціонування ринку цінних паперів та фондових бірж у своїх працях приділяли увагу такі іноземні вчені як М. Алексєєв, Т. Берднікова, А. Галанов, Р. Макконахі, Я. Міркін, Ф. Мішкін, Б. Рубцов, Дж. Сорос, Т. Тормозова. Серед вітчизняних науковців варто виділити наукові доробки О. Василика, Н. Дєєвої, О. Куліш, Н. Кондрацької, О. Любкіної, О. Мендрула, О. Мозгового, В. Оскольського, В. Павлова, Н. Савіної, В. Шелудько.

Однак, незважаючи на вагомість наукових напрацювань вищевказаних вчених, як в теоретичному так і в практичному плані все ще не вирішеними залишаються проблеми формування конкурентного середовища на ринку капіталів. Конкуренція, як категорія ринкової економіки та особливості її втілення, вимагає постійного дослідження розвитку конкурентних відносин в

цій сфері. Трансформаційні процеси, які відбуваються в країні, зумовлюють необхідність вдосконалення системи регулювання конкурентних відносин на фінансовому ринку, в тому числі й на ринку цінних паперів. Дотримання базових вимог добросовісної конкуренції є необхідним для його розвитку та підвищення ефективності, тому це зумовлює актуальність проведеного дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є результатом наукових досліджень, виконаних автором у відповідності з програмою науково-дослідних робіт Національного університету водного господарства та природокористування за науковою темою: «Розробка теоретико-методологічних засад модернізації інституційних механізмів державного управління процесами сталого просторового розвитку» (номер державної реєстрації 0111U002195), де автором запропоновано напрями підвищення ефективності системи регулювання конкурентних відносин на вітчизняному ринку цінних паперів.

Мета і завдання. Метою дослідження є наукове обґрунтування теоретико-методичних положень і розробка практичних рекомендацій, щодо вдосконалення системи регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України. Досягнення зазначеної мети передбачає вирішення таких завдань:

- теоретично обґрунтувати наукові положення формування конкурентного середовища ринку цінних паперів;
- визначити суб'єкти та об'єкт регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів;
- висвітлити світовий досвід регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів;
- виявити сучасні тенденції регулювання конкурентних відносин на організованому ринку цінних паперів;

- здійснити оцінку регулювання конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів ринку цінних паперів;
- дослідити особливості трансформації процесів регулювання конкурентних відносин в депозитарній системі;
- сформулювати та обґрунтувати пріоритетні напрями регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів;
- розробити пропозиції вдосконалення виявлення та протидії маніпулюванню на фондових біржах;
- запропонувати практичні рекомендації попередження прояву негативних явищ конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів ринку цінних паперів.

Об’єктом дослідження є процес регулювання конкурентних відносин в інвестиційній сфері національного господарства.

Предмет дослідження – теоретико-методичні та прикладні положення регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України.

Теоретичним та методологічним підґрунтям дослідження є фундаментальні положення загальної економічної теорії, наукові роботи українських та зарубіжних вчених з питань функціонування ринку цінних паперів та проблем регулювання конкурентних відносин на ньому.

В дисертаційній роботі використано методи історичного, порівняльного та категоріального аналізу (для дослідження зміни поглядів на поняття «конкуренція», «ринок цінних паперів», «фондовий ринок»), методи індукції і дедукції, аналізу причинно-наслідкових зв’язків (для дослідження розвитку та еволюції світового досвіду регулювання конкуренції та ринку цінних паперів), методи оцінки концентрації суб’єктів та стану конкурентного середовища (для виявлення інтенсивності конкуренції між фондовими біржами вітчизняного ринку цінних паперів), методи побудови графічних зображень та розрахунку середніх величин і рядів динаміки (для виявлення тенденцій у функціонуванні організованого ринку цінних паперів, характеристики структурно-динамічних

змін в депозитарній системі та оцінки діяльності інституту первинних дилерів), методи експертних оцінок (для розробки основних напрямів вдосконалення процесів регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів).

Інформаційною базою дисертаційної роботи є законодавчі та нормативно-правові акти з питань захисту економічної конкуренції, регулювання та функціонування ринку цінних паперів в Україні, матеріали Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Національного банку України, Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, бази даних учасників ринку (фондових бірж, Центрального депозитарію, Розрахункового центру, рейтингових агентств), енциклопедичні видання, монографії, періодичні вітчизняні та зарубіжні видання, результати власних досліджень автора.

Наукова новизна одержаних результатів. Сформована мета та вирішення поставлених завдань, в результаті проведеного дослідження, дозволили отримати наукову новизну, яка полягає в наступному:

вперше:

– запропоновано науковий підхід до дослідження процесів регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, який полягає у визначенні сутності «конкурентних відносин на ринку цінних паперів», які слід розглядати як взаємодію між професійними учасниками ринку цінних паперів, яка проявляється у вигляді суперництва, боротьби та співпраці в процесі надання фінансових послуг, задоволення потреб споживачів, впровадження нововведень з метою отримання та максимізації економічних вигод.

удосконалено:

– теоретичні положення формування процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, сутність яких полягає у визначення суб'єктів (державні органи, саморегулювні організації) та об'єкту регулювання конкурентних відносин (діяльність учасників ринку). Обґрунтовано, що для оцінки результатів

регулювання необхідно забезпечити між ними ефективний зворотній зв'язок;

– методичні підходи до виявлення, протидії та запобігання маніпулятивним діям на вітчизняному ринку цінних паперів, які на відміну від існуючих передбачають комплексний аналіз торгівельних операцій, як в режимі реального часу так і ретроспективне вивчення укладених угод, посилення адміністративної та кримінальної відповідальності за маніпулятивні дії, а також застосування індивідуального суттєвого цінового відхилення для ідентифікації цінового маніпулювання;

одержало подальшого розвитку:

– процес регулювання конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів, що передбачає розширення та уточнення існуючого переліку критеріїв їх добору, а також визначення індивідуального ліміту на обсяг купівлі облігацій внутрішньої державної позики для первинного дилера на аукціонах з їх розміщення;

– засади визначення рівня економічної концентрації та обмеження частки, якою володіє один учасник ринку цінних паперів, які на відміну від існуючих передбачають, що така частка, повинна характеризувати ринкову силу суб'єкта господарської діяльності, в тому числі його можливості щодо зловживання домінуючим становищем.

– напрями регулювання конкурентних відносин між установами, які здійснюють розрахунок та кліринг, які передбачають диверсифікацію клірингу та розрахунків між різними учасниками системи депозитарного обслуговування ринку цінних паперів.

Практичне значення результатів дисертаційного дослідження полягає у тому, що в роботі розроблені теоретико-методичні пропозиції та практичні рекомендації, спрямовані на розвиток системи регулювання конкурентних відносин на вітчизняному ринку цінних паперів.

Наведені в роботі висновки та пропозиції дадуть можливість органам державної влади та суб'єктам ринку цінних паперів використовувати їх для

підвищення ефективності регулювання конкурентних відносин. Елементи розробленої методики виявлення маніпулятивних дій на основі індивідуального суттєвого цінового відхилення були впроваджені в діяльність аналітичного відділу ПАТ «Українська Біржа» (довідка № 4149/01/14 від 27.10.2014 р.). Рекомендації щодо посилення відповідальності за маніпулятивні дії на ринку цінних паперів були використані в діяльності відділу нагляду за учасниками ринку цінних паперів у Рівненській області Західного територіального управління Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка № 04-4/632 від 30.10.2014 р.).

Пропозиції щодо вдосконалення законодавства та підходів до оцінки економічної концентрації на ринку цінних паперів були використані в діяльності Рівненського обласного територіального відділення Антимонопольного комітету України (довідка №01/32-1480-01 від 7.11.2014 р.). Підходи до регулювання конкурентних відносин знайшли своє практичне застосування в роботі Департаменту економічного розвитку і торгівлі Рівненської обласної державної адміністрації при розробці, організації і реалізації програм та заходів, спрямованих на нарощування інвестиційних ресурсів, створення сприятливого інвестиційного клімату (довідка № 01/1-998 від 14.11.2014 р.).

Окремі теоретичні положення та матеріали дослідження використано у навчальному процесі Національного університету водного господарства та природокористування при викладанні дисциплін «Ринок цінних паперів», «Фінансовий ринок» (довідка №973/24 від 25.09.2014 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі основні наукові дослідження, розробки, висновки та практичні рекомендації, викладені у роботі, здійснені автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертації використані лише ті, положення, які належать особисто здобувачу

Апробація результатів дисертації. Отримані результати досліджень і основні положення дисертаційної роботи доповідалися та були схвалені на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях: V-й

міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми і механізми відтворення ресурсного потенціалу України в контексті євроінтеграції (м. Рівне, 18-19 жовтня 2012 р.); Всеукраїнській науковій інтернет-конференції «Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в умовах фінансової нестабільності» (м.Тернопіль, 15 листопада 2012 р.); II-ому міжнародному бізнес-форумі «Агрологістика (м. Рівне, 23 листопада 2012 р.); XIV-й Міжнародній науково-практичній конференції аспірантів та студентів «Проблеми розвитку фінансової системи України в умовах глобалізації» (м. Сімферополь, 20-23 березня 2013 р.); VIII-ому Пленумі Спілки економістів України та Всеукраїнській науково-практичній конференції «Екологічно чисте виробництво – основа підвищення якості продукції на товарних ринках України» (м. Рівне 19-20 вересня 2013 р.); I-ому Міжнародному конгресі «Європейське лідерство Валенсійського регіону у сфері інфраструктури» (I Leadership International Congress: «Valencia Region's European Leadership in Infrastructures», (Королівство Іспанія, м. Валенсія 6-9 квітня 2014р.), VI Міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми і механізми відтворення ресурсного потенціалу України в контексті євроінтеграції» (м. Рівне, 16-17 жовтня 2014р.).

Публікації. За результатами дисертаційного дослідження опубліковано 12 наукових праць загальним обсягом 5,01 друкованих аркуша (особисто автору належить 4,15 др.арк.), з них 9 публікацій – у наукових фахових виданнях України (у тому числі 1 публікація у виданні, включеному до реєстру міжнародних наукометричних баз), 1 стаття у науковому періодичному виданні іншої держави (Німеччина).

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Основна частина роботи викладена на 160 сторінках. Кількість рисунків у дисертаційній роботі – 27, таблиць – 27. Список використаних джерел охоплює 194 найменування.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1 Наукові положення формування конкурентного середовища ринку цінних паперів

Ринкова система господарювання охоплює всю сукупність вертикальних, горизонтальних, комбінованих та інших економічних зв'язків між державою, підприємницькими структурами, домашніми господарствами. Одним з найважливіших факторів, що спонукає до формування ринкових відносин є конкуренція. В міру їх розвитку відбувається глобалізація економічних процесів, що проявляється у виникненні різних форм конкурентних відносин між суб'єктами ринку. В цих умовах першочергового значення набуває необхідність визначення сутності поняття конкуренції та проведення дослідження особливостей формування конкурентного середовища.

Термін «конкуренція» походить від пізньолатинського «concurrentia» – «збігаючийся», «стикаючийся», і позначає суперництво між учасниками ринкового господарства за кращі умови виробництва, купівлі і продажу товарів [150, с.13]. Ще класики економічної теорії обґрунтували, що конкуренція є необхідною передумовою динамічного розвитку національних економік.

Одним з перших, хто ґрунтовно дослідив сутність економічної конкуренції в своїй праці «Багатство народів», був Адам Сміт. Поряд з поняттям «конкуренція» вченим вживаються такі дефініції як «суперництво», для характеристики відносин між ринковими конкурентами (rivalship of competitors) і «змагання» (emulation) – відноситься до

взаємовідносин між найманими працівниками в процесі їх спільної праці у створенні якогось продукту.

Термін «конкуренція» А. Сміт вживає, коли мова йде про баланс попиту і пропозиції на товари, що потрапляють на ринок. Сміт обґрунтував, що у випадку: «...якщо капітал розділено між двома торговцями бакалією, то взаємна конкуренція буде змушувати їх обох продавати свої товари дешевше, ніж якби товар знаходився лише в руках одного продавця. У випадку, коли весь товар виявився б розподіленим серед двадцяти торговців, то їх конкуренція була б набагато сильнішою, а ймовірність змови між ними з метою підвищення цін – набагато меншою» [189].

Досягнення А. Сміта полягають в тому, що ним вперше [140, с.13-14]:

- сформульовано поняття конкуренції як суперництва, що підвищує ціни (при скороченні пропозиції), і знижує їх (при надлишку пропозиції);
- розкрито головний принцип конкуренції – принцип «невидимої руки», відповідно до якого «смикаючи» за ниточки маріонеток – підприємців, «рука» змушує їх діяти відповідно до якого-небудь «ідеального» плану розвитку економіки, безжалісно витіснити фірми, зайняті виробництвом непотрібної ринку продукції;
- визначено основні умови ефективної конкуренції, що включають наявність великої кількості продавців і покупців, наявність та доступність інформації, мобільність використовуваних ресурсів, неможливість кожного продавця впливати на зміну ринкової ціни товару (при збереженні його якості, або якості послуг що він надає).

Теорія конкуренції запропонована А. Смітом характерна для раннього (класичного капіталізму), в основі якого була приватна ініціатива й вільний конкурентний ринок, на якому рівновага між виробництвом і споживанням підтримувалась, з одного боку, завдяки конкуренції між великою кількістю незалежних виробників, а з іншого – завдяки наявності масових індивідуальних споживачів. Ця концепція, так званої «досконалої

конкуренції», базувалась на ідеальній схемі виробничих відносин, яка на практиці побудована так і не була [155, с. 5].

Розвиток наукових поглядів А.Сміта, стосовно конкуренції, відображено в працях інших вчених, які продовжили дослідження основних засад цього явища. Так, Альфред Маршалл для обґрунтування теорії ринкової рівноваги розглядав модель досконалої конкуренції, яка характеризувалася великим числом незалежних один від одного продавців і покупців, вільним доступом на ринок та відсутністю можливості впливати на ринкові ціни. Водночас вчений показав, що досконала конкуренція продавців та покупців стає можливою лише в ідеалі.

На практиці, становленню досконалої конкуренції на ринку заважають монопольні відносини, які виникають з розвитком промислового виробництва. А. Маршалл вважав монополію повною протилежністю конкуренції. І якщо вільна конкуренція на думку вченого, – це оптимальний стан економіки, то монополія як її антипод – така організація ринку, яка зменшує суспільний добробут [16, с. 318].

Одним з ключових недоліків у підходах вищезазначених вчених до розуміння конкуренції було те що, вона розглядалась як статичне явище, тобто ситуація, яка склалася у конкретний момент часу. Однак ринок постійно розвивається та характеризується значним рівнем динамічності. Таким чином, до початку ХХ століття в економічній науці була сформована статична модель конкуренції і монополії як двох полярних станів ринку, між якими не існує проміжних форм. Тобто, на думку вчених того часу, на ринку може існувати або монополія, або конкуренція.

Синтез статичної та динамічної моделей конкуренції знайшов своє відображення в роботах Фрідріха Хайєка. Він вважав, що економічна теорія просто неправильно використовує сам термін «конкуренція». Згідно точки зору вченого, конкуренцію слід розглядати більш широко, не тільки і не

стільки в якості стратегії взаємодії суб'єктів на ринку, але і в якості рушійної сили економічного життя.

Тому Ф. Хайек робить розмежування між конкуренцією як процесом динамічним за своєю природою, і конкурентною рівновагою – статичною версією моделі ринку. Особливе значення вчений відводить недосконалості знання, неможливістю володіння всією повнотою інформації про істотні фактори ринку всіма учасниками ринкових операцій [173, с. 247 – 263]. Тобто він визначає конкуренцію як процес надбання і передачі знань, спосіб повідомити споживачам, які варіанти виробництва є найдешевшими і найбільш якісними.

Дослідження конкуренції, як безпосередньо динамічного за своєю природою процесу, започаткував американський економіст Едуард Чемберлін. Поряд з цим, вчений запропонував теорію монополістичної конкуренції, в якій обґрунтував ідею синтезу конкуренції і монополії. Такий підхід насамперед, базується на диференціації продукту.

Відмінності в смаках, бажаннях, доходах та місцезнаходженні покупців та відмінності в способах споживання товарів, на думку вченого, вказують на потребу в різноманітності і необхідності заміни концепції «конкурентного ідеалу» на такий, що включає і монополію, і конкуренцію. Монополістична конкуренція – це механізм, який найкращим чином задовольняє зростаючі потреби суспільства, якщо продукт диференційований, то кожен продавець є одночасно і монополістом, і конкурентом [162, с. 343-362].

Розроблення теорії монополістичної конкуренції дозволило Е. Чемберліну обґрунтувати нецінові форми конкурентної боротьби, серед яких знайшли своє місце такі як диференціація продукту, поліпшення якісних характеристик, реклама, підвищення репутації суб'єкта господарювання, формування іміджу торгового знака.

Новий підхід до тлумачення поняття «конкуренція» сформував Йозеф Шумпетер у [152]. Він розглядав її як боротьбу чогось нового з старим, вже

існуючим. На думку вченого, механізм конкуренції витісняє з ринку підприємства, які використовують застарілі технології та випускають продукцію, що не користується попитом. Зазначений механізм, що «очищує» економіку в такий спосіб, Й. Шумпетер назвав «руйнування що створює», оскільки конкуренція веде до відкриття нового товару, нової технології, нового джерела сировини, або нового типу організації. Це дозволило вченому розкрити діалектичний зв'язок конкуренції та монополії через нове поняття – «нововведення». Й. Шумпетер вважав, що нововведення – це вістря конкуренції нового типу, набагато більш дієвої, ніж традиційна цінова конкуренція. Будь-яке нововведення, за його словами породжує ситуацію монополістичної конкуренції.

Надзвичайно вагомий вклад в дослідження конкуренції було здійснено американським економістом Майклом Портером. Вчений вважає, що те суспільство, яке базується на конкуренції, досягає більшого успіху ніж те, де конкуренції не надають належної уваги. Узагальнивши підходи різних економічних шкіл, він запропонував власне трактування сутності конкуренції, що ґрунтується на основі моделі п'яти конкурентних сил, які впливають на структуру ринку.

До таких сил автор відносить існуючий рівень конкуренції, загрозу виникнення нових гравців (насамперед, обумовлюється привабливістю галузі та вхідними бар'єрами на ринок), загрозу виникнення товарів-субститутів (схильність споживачів, замінити товар, внаслідок зміни ціни), ринкову владу постачальників та ринкову владу споживачів [80, с.44-50]. Саме таким стратегічним і динамічним є сучасне бачення конкуренції та її ролі в економічній теорії і практиці господарської діяльності [13, с. 112.].

На думку М. Портера взаємний вплив визначених ним сил характеризує інтенсивність конкуренції на ринку і в кінцевому підсумку впливає на розмір прибутку, що отримується господарюючими суб'єктами. Зазначені фактори розвитку конкуренції визначають прибутковість через вплив на ціни, витрати,

розмір інвестицій, що необхідні для того, щоб конкурувати на ринку. Тому, вчений показав, що чим інтенсивніше конкуренція, тим нижче прибуток, який отримують суб'єкти господарювання в межах сегменту ринку, і це є закономірною та характерною рисою конкуренції.

Значний внесок в дослідження конкуренції вніс Філіп Котлер, який вважає її «нормою» ринку і визначає як процес суперництва між товарами замінниками, які є доступними для споживачів на ринку, і цей процес з кожним роком стає все більш інтенсивнішим. Ф. Котлер показав, що конкуренція це багаторівнева категорія. Залежно від рівня взаємозамінності товарів, вчений виділив конкуренцію торгових марок, міжгалузеву конкуренцію, формальну та родову конкуренцію [43, с.28].

Російський науковець А. Юданов вважає, що в основі конкуренції лежить суперництво, однак наголошує, що боротьба відбувається між господарюючими суб'єктами за обмежений обсяг саме платоспроможного попиту. Тобто на перший план виходять потреби не будь яких споживачів, а тих, які мають необхідний рівень платоспроможності. Вчений зазначає, що підприємства змушені постійно активно шукати шляхи вдосконалення свого продукту, прагнучи обігнати всіх інших у задоволенні запитів клієнтів. Перемагає той, хто краще задовольняє інтереси споживачів [154, с.6-8].

На схожих позиціях стоїть Г. Азоєв, однак він більш широко досліджує конкуренцію як явище, підкреслюючи, що це суперництво на будь-якому поприщі не тільки між окремими юридичними, але й фізичними особами, зацікавленими в досягненні однієї і тієї ж мети. З точки зору ж підприємства такою метою є максимізація прибутку за рахунок завоювання переваг споживачів [2, с.5].

В. Радаєв дає таке визначення зазначеного терміну: «конкуренція – це дії двох і більше агентів, націлені на одержання одного і того ж обмеженого ресурсу, який стане доступним при певних зусиллях з їх боку» [86, с.16]. У такому трактування автором влучно сформульовано цілі конкуренції, а саме –

володіння ресурсами в умовах їх обмеженості. Водночас С. Скибінський зазначає, що конкуренція – це боротьба між суб'єктами господарювання економічної сфери за більш вигідні умови виробництва та продажу товарів і послуг [119, с.583]. С. Мочерний надає узагальнююче трактування конкуренції, під якою розуміє боротьбу (в тому числі змагання, зіткнення, взаємодію) між виробниками (продавцями) за найвигідніші умови виробництва і збуту товарів та послуг, за привласнення максимальних прибутків [66, с.65].

Узагальнюючи названі позиції можна зробити висновок, що майже всі вищезазначені автори концентрують увагу на тому, що завоювання економічних вигод пов'язане з витісненням чи недопущенням наявних та потенційних конкурентів на ринок. Дещо іншу думку висловлює В.Сахаров, який розглядає конкуренцію не лише як протиборство, суперництво між виробниками товарів та послуг за можливість збільшення прибутку, а й як економічний процес взаємодії, взаємозв'язку та боротьби між підприємствами з метою забезпечення кращих можливостей задоволення різноманітних потреб покупців, збуту своєї продукції і одержання найбільшого прибутку [117].

Обґрунтовані погляди вчених дозволили закріпити визначення дефініції «конкуренція» у нормативно-законодавчій базі. Так, у Законі України «Про захист економічної конкуренції» зазначено, що конкуренція – це змагання між суб'єктами господарювання з метою здобуття, завдяки власним досягненням, переваг над іншими суб'єктами господарювання, внаслідок чого споживачі, суб'єкти господарювання мають можливість вибирати між кількома продавцями, покупцями, а окремий суб'єкт господарювання не може визначати умови обороту товарів на ринку [26].

Водночас варто відмітити, що з позиції держави, конкуренція, як економічний процес, повинна піддаватись управлінню та регулюванню, тобто бути керованою. Виходячи з цього, керована конкуренція – це

конкуренція за встановлюваними правилами, що з одного боку орієнтовані на розвиток і включення суб'єктів в конкурентну боротьбу за найвигідніші умови ведення діяльності, а з іншого боку, виключають вплив на конкурентну боротьбу різноманітних сил, які роблять цю боротьбу нечесною та створюють зовнішній вплив, який забезпечує перевагу одному із суб'єктів конкурентних відносин [88, с. 137].

За результатами проведеного дослідження можна зробити висновок, що в економічній літературі сформувалось декілька підходів до тлумачення сутності конкуренції. Одні автори визначають її як силу, що спонукає суб'єктів ринку до розвитку, вдосконалення, інновацій (А.Сміт, Й. Шумпетер), інші розглядають конкуренцію як боротьбу, суперництво (В. Радаєв, Г.Азоев, С.Скибінській С. Мочерний, В.Сахаров). В той час як Ф.Хайєк, Е. Чемберлін, Ф.Котлер, А. Юданов дотримуються поглядів, що конкуренція спонукає якнайкраще задовольняти потреби споживачів.

Виходячи з цих позицій, на думку автора, сутність конкуренції слід розглядати як процес суперництва, боротьби та співпраці між господарюючими суб'єктами з приводу отримання найкращих можливостей діяльності максимізації та економічних вигод за умов задоволення потреб споживачів шляхом створення та втілення нововведень.

Слід зазначити, що функціонування конкуренції залежать від того яким чином сформовано ринок. Так, можливі випадки коли, наприклад, на ринку співпрацюють один продавець і лише декілька потужних покупців, або один покупець і декілька потужних продавців. В цих умовах обидві сторони мають певні важелі впливу одна на одну. Вони відповідно є обмеженою монополією і обмеженою монопсонією [65 с.482].

Відомий німецький економіст Г. Штакельберг, комбінуючи вище названі поняття попарно, в 1934 році запропонував найбільш загальну і просту класифікацію типів конкуренції на товарних ринках (табл. 1.1). Особливістю

приведеної класифікації є те, що в ній немає двох, добре відомих з англо-американської літератури, типів ринкових структур — ринків досконалої і монополістичної конкуренції. Справа в тому, що на обох ринках діє велика кількість покупців і продавців, саме тому вони можуть бути віднесені до двосторонньої поліполії [143, с.228].

Таблиця 1.1 – Типи конкуренції на товарних ринках за Г. Штакельбергом

Продавці Покупці	Велика кількість	Декілька	Один
Велика кількість	Двостороння поліполія	Олігополія	Монополія
Декілька	Олігопсонія	Двостороння олігополія	Монополія, обмежена олігопсонією
Один	Монопсонія	Монопсонія, обмежена олігополією	Двостороння монополія

Примітка. Джерело [12, с.13]

Однак ринок, як правило, може приймати форму чистої конкуренції (практично неіснуюча ситуація), монополістичної конкуренції, олігополії, чистої монополії. Тому, виходячи із зазначеного, необхідно зауважити, що кожна ринкова структура конкуренції має певні характерні ознаки (рис.1.1).

Найбільш репрезентативним показником який визначає тип конкурентної структури, є кількість конкуруючих між собою суб'єктів господарської діяльності у галузі. Тому можна з впевненістю стверджувати, що чим більша кількість гравців на ринку, тим вищий рівень інтенсивності конкуренції. Проте, необхідно зауважити, що для учасника ринку, який володіє значними ресурсами та має ряд переваг (адміністративний ресурс, політичний протекціонізм, особливу технологію) рівнозначним конкурентом буде лише той суб'єкт господарювання, який володіє подібним переліком можливостей.

Водночас, слід наголосити, що тип продукту, рівень його стандартизованості також посилює конкуренцію на ринку. В ситуації, коли

суб'єкт господарювання пропонує свій продукт або ж набір послуг, призначених для якогось конкретного спеціалізованого сегменту, то рівень конкуренції зводиться до мінімуму і навпаки. Проте, в дійсності продукція та послуги в тій чи іншій мірі є диференційовані, що не знищує повністю, а лише зменшує інтенсивність конкурентного суперництва.

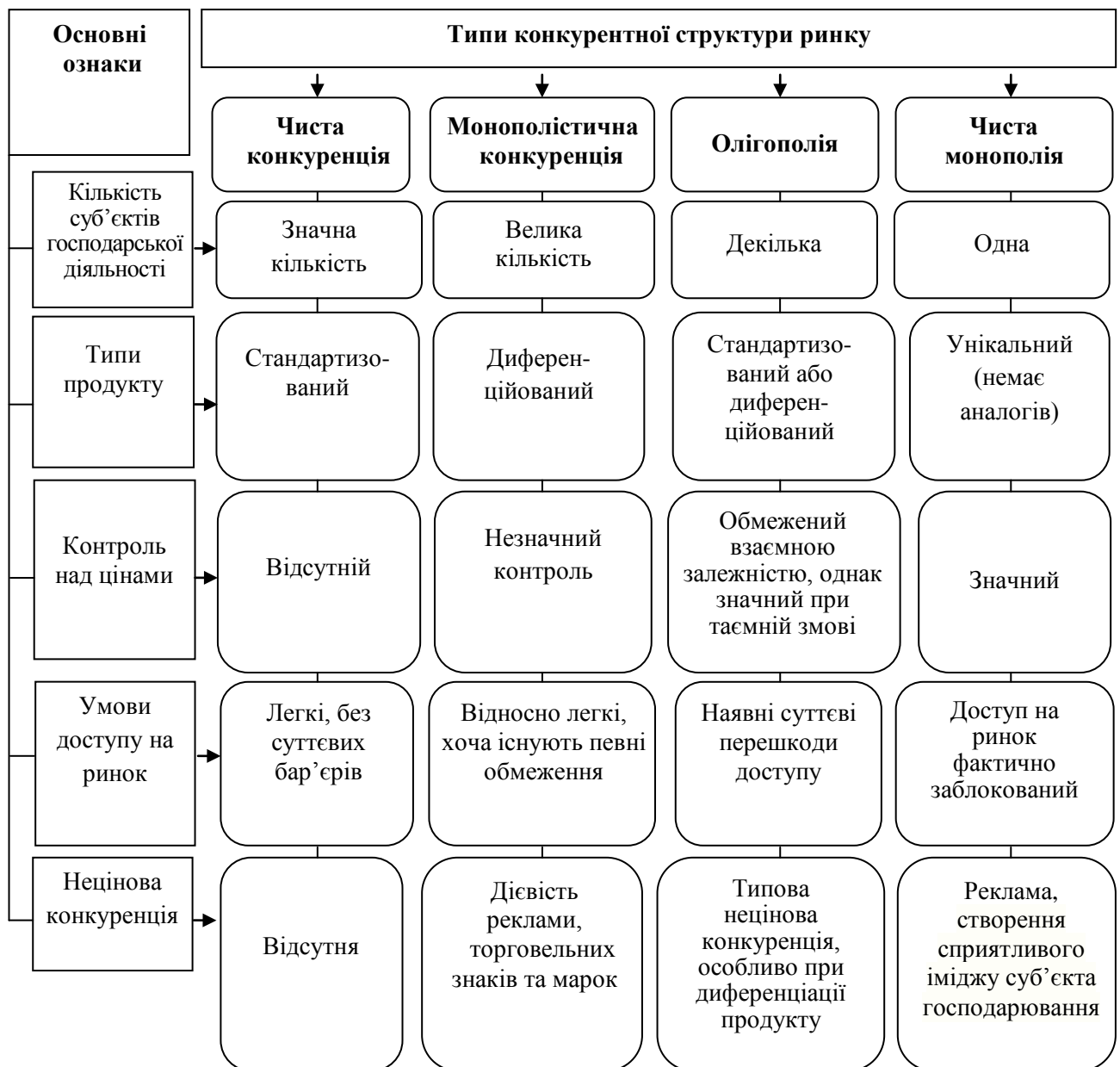


Рисунок 1.1 – Характерні ознаки типів конкурентної структури ринку

Примітка. Складено за даними [161, с. 264-265; 163, с. 227-237; 43, с.200]

Якщо розглядати ступінь контролю над цінами в галузі та вплив на них з боку конкретних учасників ринку, або їх групою, то необхідно відмітити, що його встановити важко, оскільки вони не оприлюднюють всі показники своєї діяльності. Але очевидно, що суб'єкт господарювання, який виробляє (надає) унікальний товар (послугу), буде диктувати свої цінові умови внаслідок відсутності конкурентів.

Умови доступу та виходу з ринку відіграють значну роль у формуванні у конкурентної структури ринку. Очевидно, що наявність перепон для доступу на ринок, сприяє зниженню рівня конкуренції на ньому, але бар'єри, що виникають при виході фірми з ринку, діють у зворотному напрямку. Тобто, якщо учасник ринку забажає переключитись на нову сферу бізнесу, це викличе необхідність здійснення певних затрат (ліквідація, продаж основних засобів, або ж їх частини) та втрату налагодженої мережі збуту. Крім того, при зміні напряму діяльності і при виході на нові ринки, такий суб'єкт господарювання ймовірно стикнеться з певними бар'єрами доступу на нього.

При наявності умов, що ускладнюють вихід з ринку, слід очікувати більшої наполегливості від діяльності суб'єктів господарювання, яких витісняють з ринку, в процесі змагання за найкращі конкурентні позиції. Це може проявлятися у посиленні нецінової конкуренції, як методу конкурентної боротьби, в основу якого покладено перевагу над конкурентами що не торкається цінового аспекту, концентрується увага на досягненні більш високої якості товарів (послуг), технічного оснащення, вдосконалення технології виробництва (надання) товарів (послуг) [43, с.203-204].

Тому, як зазначав Е.Чембелін, нецінова конкуренція заснована на пропозиції товару (послуг) більш високої якості, з більшою надійністю, більш тривалим терміном служби та іншими більш досконалими споживчими властивостями. При цьому істотну роль у неціновій конкуренції грають: оформлення, упаковка, подальше технічне обслуговування, реклама, досконалий набір супутніх та додаткових послуг.

Виходячи з того, що предметом дисертаційної роботи виступає регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, виникає необхідність дослідження особливостей прояву конкуренції безпосередньо в цій сфері національного господарства. Автором у відповідності до ознак, які характеризують конкурентну структуру, сформовано тип конкурентної структури ринку цінних паперів, яка відповідає монополістичній конкуренції (рис.1.2).

Однак, в окремих сегментах ринку цінних паперів, може бути присутня чиста монополія (депозитарне обслуговування цінних паперів, як правило, зосереджується в особі Центрального депозитарію країни) та олігополія (торгівельна діяльність цінними паперами може відбуватись всього на декількох організаторах торгівлі).

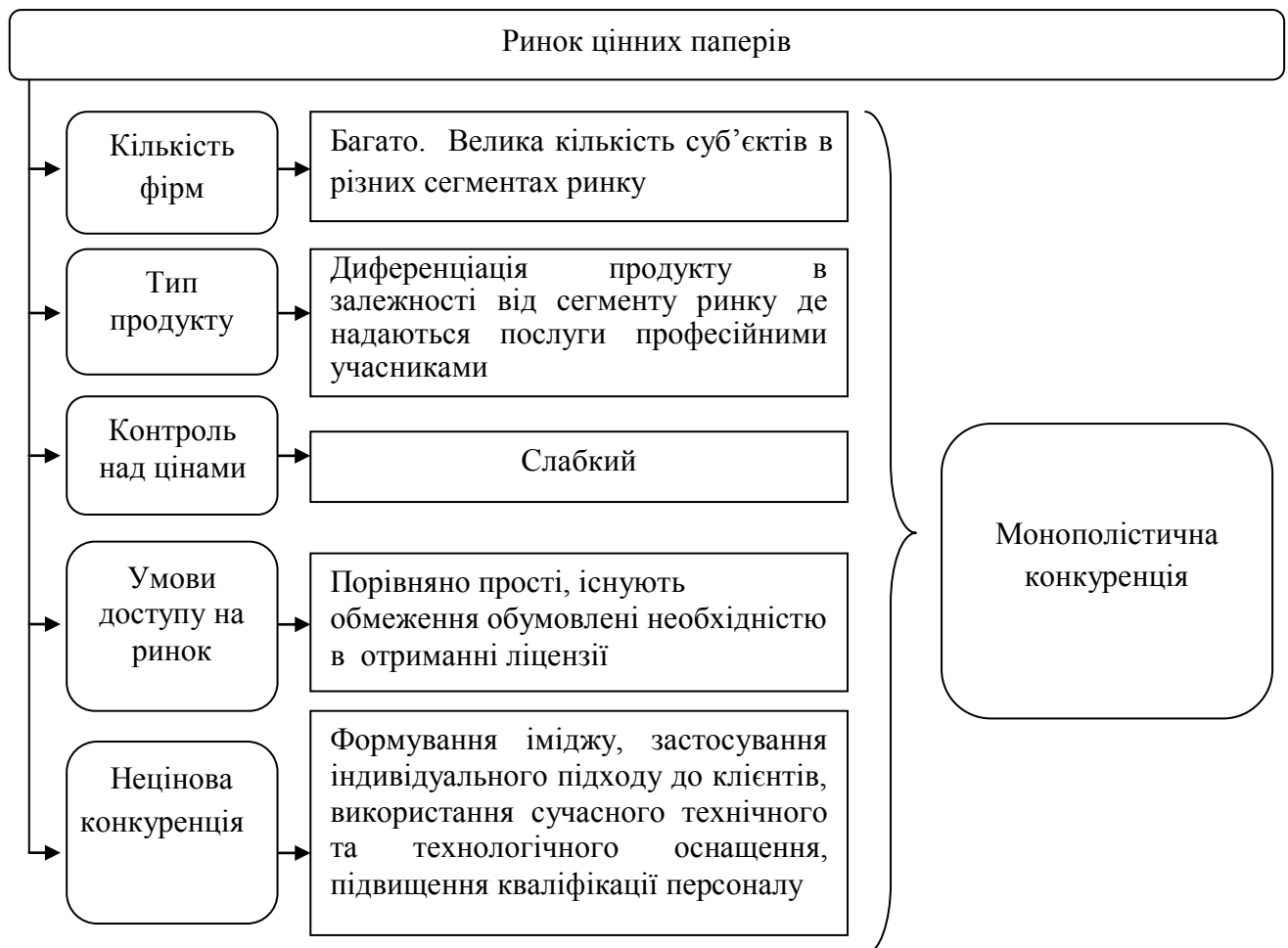


Рисунок 1.2 – Тип конкурентної структури ринку цінних паперів

Примітка. Побудовано автором

Необхідно зауважити, що конкурентні відносини на ринку цінних паперів відрізняються від конкурентних відносин на товарних ринках. Основні відмінності можна згрупувати за наступними ознаками, які відображають різницю між ринком товарів та ринком цінних паперів:

– *об'єкти ринку*: цінні папери, що виражають можливість отримати дохід від володіння, або ж їх перепродажу та формують послуги пов'язані з їх обігом. Реальні товари та послуги, як правило, призначені для споживання;

– *обсяг ринку*: в силу того, що на ринку цінних паперів здійснюється постійний оборот цінних паперів, то його величина та темпи зростання обсягів виконаних операцій значно більша ніж на товарних ринках.

– *спосіб формування ринку*: реальні товари виробляються, а цінні папери випускаються, якщо раніше цінні папери мали фізичні характеристики, то в сучасних умовах з розвитком інформаційних технологій випуск здійснюється в без документарній формі;

– *роль об'єктів ринку в процесі обігу*: якщо товари призначені для споживання, або для подальшого використання у виробничому процесі для створення нових товарів, то процес обігу забезпечує їх доставку від виробника до споживача. Для цінних паперів обіг має інше значення, так як в процесі обігу відбувається ціноутворення та формування ліквідності, що є ключовою характеристикою цінних паперів.

Тому, розглядаючи конкуренцію на товарних ринках, можна в загальному зазначити, що вона виникає як між суб'єктами, так і між об'єктами ринку. Однак, на ринку цінних паперів об'єктами виступають власне самі цінні папери, тому конкуренція між ними за своєю суттю проявляється в основному через призму доходності, яку можуть забезпечити емітенти покупцям таких цінних паперів. Таким чином, конкуренція, в цьому випадку, зводиться фактично до суперництва між учасниками ринку цінних паперів.

Таким чином, суб'єктами конкуренції на ринку цінних паперів, окрім регуляторів ринку, є всі учасники ринкових відносин. До них слід відносити як фізичних так і юридичних осіб, що здійснюють свою діяльність на ринку цінних паперів з метою отримання та збільшення фінансово-економічних вигод в процесі суперництва, боротьби та співпраці з іншими учасниками ринку.

Враховуючи вищезазначене, на думку автора, *«конкурентні відносини на ринку цінних паперів»* можна визначити як взаємодію між професійними учасниками ринку цінних паперів, суть якої полягає в суперництві, боротьбі та співпраці в процесі надання фінансових послуг на ринку з метою отримання та максимізації прибутку.

Конкурентні відносини, доцільно розглядати в контексті професійної діяльності учасників ринку цінних паперів, а саме:

- організаторів торгівлі (фондові біржі та позабіржові торгових систем);
- посередників (брокери, дилери, первинні дилери на ринку державних цінних паперів);
- інституцій депозитарної системи (депозитарні та розрахунково-клірингові установи) та компаній з управління активами;

Організатори торгівлі змагаються за максимізацію частки виконання торговельних угод на ринку, що формує основну складову доходів, які отримує фондова біржа у вигляді комісії. Відповідно, пріоритетом в діяльності біржової установи є залучення якомога більшого кола емітентів, інвесторів, брокерів та дилерів для реалізації цінних паперів. Це стає можливим, коли біржа відповідає всім сучасним вимогам, надає широкий спектр послуг, гарантує забезпечення захисту інвесторів від укладення недобросовісних угод та купівлі «неякісних» цінних паперів.

Важливим аспектом в діяльності організатора торгівлі є забезпечення конкурентних відносин при купівлі-продажі цінних паперів. Суттєву роль в цьому процесі відіграє здатність організатора торгівлі вчасно та ефективно реагувати на факти укладання нестандартних угод, зокрема протидіяти

маніпулюванню. Варто відмітити, що фондова біржа централізує взаємодію між інвесторами, емітентами та посередниками.

Професійні посередники, такі як брокери та дилери, є активними учасниками конкурентної боротьби на ринку цінних паперів, які в процесі свого функціонування на фондових біржах, змагаються за розширення кола клієнтів, що є передумовою зростання їх прибутковості. Різниця між ними полягає в тому, що брокер діє в інтересах клієнта, і використовує його кошти, в той же час дилер, може діяти від свого імені та використовувати власні фінансові ресурси [7, с.204].

Інституції депозитарної системи (розрахунково-клірингові та депозитарні установи), надаючи послуги щодо правочинів з цінними паперами конкурують між собою в процесі залучення клієнтів для надання послуг пов'язаних з обліком прав на цінні папери, визначенням зобов'язань та здійсненням розрахунків за угодами купівлі-продажу цінних паперів.

Виняткового розгляду потребують *емітенти та інвестори*. Конкуренція окремо між кожним з них не обумовлюється лише діяльністю на ринку цінних паперів. Так, між емітентами можлива конкуренція (особливо коли йде перше розміщення цінних паперів) в процесі залучення інвестицій через ринок цінних паперів, однак цей процес залежить здебільшого від фінансово-економічних результатів діяльності емітента цінних паперів.

Щодо інвесторів, то конкуренцію між ними формально можна окреслити як змагання за право купівлі того чи іншого цінного паперу. Однак власне процес суперництва, боротьби та співпраці відбувається між професійними учасниками ринку, які надаючи відповідні послуги в системі ринку цінних паперів отримують прибуток.

Слід зазначити, що всі учасники ринку здійснюють свою діяльність в межах конкурентного середовища. До інституціональних умов формування конкурентного середовища автор відносить правове, інституційне та інвестиційне забезпечення (рис.1.3). Конкурентне середовище в межах

національної економіки формується за наявності оптимального інституціонального забезпечення, що обумовлює рівні можливості ведення господарської діяльності всіма учасниками ринку.

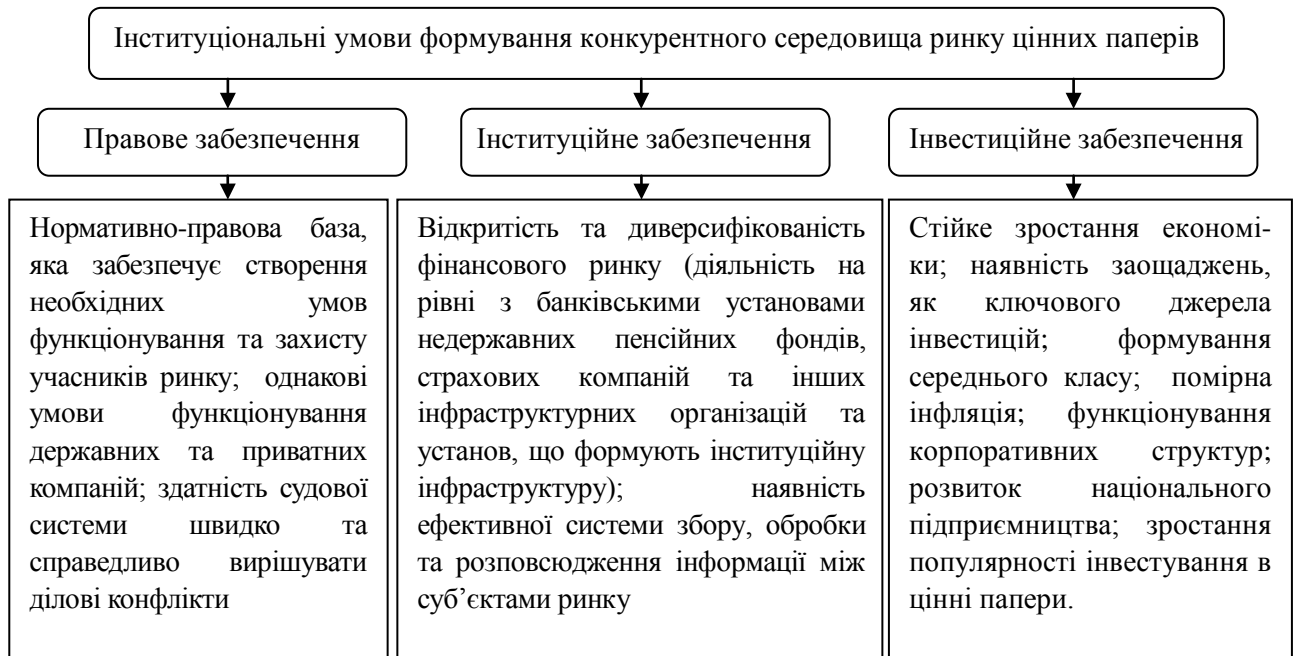


Рисунок 1.3 – Інституціональні умови формування конкурентного середовища ринку цінних паперів.

Примітка. Побудовано автором

Щодо вимог до його функціонування на ринку цінних паперів, то вони повинні забезпечувати дотримання конкурентних відносин між всіма його учасниками в процесі інвестиційної діяльності, випуску, обігу та переходу прав власності на цінні папери. Адже вільна і добросовісна конкуренція між суб'єктами ринку є основою справедливого ціноутворення і створює умови для реалізації принципів оптимальної структури ринку.

Таким чином, в якості головного, основоположного завдання функціонування системи регулювання конкурентних відносин ринку цінних паперів можна визначити формування конкурентного середовища, що створює

умови для підприємницької діяльності і є інструментом залучення інвестиційних ресурсів в реальний сектор економіки.

При цьому необхідно забезпечити захист інвесторів (контроль та попередження маніпулювання цінами, заборона використання інсайдерської інформації, виявлення та попередження шахрайства), забезпечення справедливості, ефективності та транспарентності ринку цінних паперів (вільна, добросовісна конкуренція, рівність всіх учасників ринку, рівний доступ до інформації).

Отже, конкурентне середовище на ринку цінних паперів має сприяти обігу та раціональному розміщенню фінансових ресурсів, надавати можливість оцінити ефективність їх використання, створювати умови для формування добросовісних конкурентних відносин та обмеження монополістичних явищ. Відповідно до цього, становлення і функціонування високоліквідного, ефективного та справедливого ринку цінних паперів в Україні є важливою складовою управління національним господарством.

1.2 Суб'єкти та об'єкти регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів

Національне господарство нашої країни, як самостійна фінансово-економічна система, почало формуватись з отриманням Україною незалежності. Відповідно процес його інституціонального становлення, набуття необхідних якісних параметрів потребує регулювання конкурентних відносин у всіх сферах економічної діяльності.

Одним із суттєвих важелів впливу на розвиток національного господарства служить фінансовий капітал, який в сучасних умовах є

основою матеріального виробництва. Результати досліджень засвідчують, що фінансовий капітал виступає як самостійне та об'єктивно-існуюче явище.

Початковим етапом генезису фінансового капіталу стало виникнення грошей, різних фінансових зобов'язань та цінних паперів. Таку точку зору поділяють С. Фішер, Р.Дорнбуш та Р.Шмалензі, які ототожнюють фінансовий капітал з грошима, що є необхідними для того щоб розплатитися за нове обладнання та запаси [153, с.122]. Більш конкретно з цього приводу є думка К. Макконела та С.Брю, які зазначають що фінансовий капітал – це грошовий капітал [54, с 26].

А. Гойко зауважує, що фінансовий капітал це економічна категорія, яка знаходить своє втілення в акціях та облігаціях. Саме факт існування цих цінних паперів підтверджує наявність фінансового капіталу [15, с.84].

Подальший розвиток фінансового капіталу пов'язаний зі збільшенням обсягів банківського і виробничого капіталу, а також виникнення фінансового ринку, та зокрема, такої його складової, як ринок цінних паперів, який часто ототожнюють з фондовим ринком.

Для визначення основ формування та регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, як важливого елемента інвестиційної системи національного господарства, доцільно розглянути сутність понять «фінансовий ринок», «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок», що використовуються в науково-економічній дискусії.

Необхідно зазначити, що саме ці економічні категорії постійно привертають увагу наукових кіл, є предметом їх досліджень та обговорень. Так під «фінансовим ринком» Н. Кузнецова та І Назарчук розуміють частину загального ринкового простору, що охоплює фінансові зв'язки та значну кількість форм кредитних відносин і включає ринок банківських кредитів і ринок цінних паперів [45, с.7].

В. Шелудько ототожнює «фінансовий ринок» з ринком фінансових ресурсів, зазначаючи, що на ринку фінансових ресурсів, або фінансовому

ринку, відбувається перелив коштів, при якому вони переміщуються від тих, хто має їх надлишок, до тих, хто потребує інвестицій [151, с.9].

На фінансовому ринку здійснюється перерозподіл вільних капіталів і заощаджень між різними суб'єктами національного господарства, шляхом здійснення угод з фінансовими активами. В якості фінансових активів виступають національна та іноземна валюти, цінні папери та похідні фінансові інструменти [142, с. 8].

С. Еш зазначає, що фінансовий ринок є складовою частиною фінансової системи країни. В структуру фінансового ринку на рівні з ринком грошей, кредитним та валютним ринком входить ринок цінних паперів [20, с.9]. На аналогічних засадах стоїть В. Галанов, наголошуючи, що фінансовий ринок це ринок капіталу, який існує у якості фінансових інструментів, а ринок цінних паперів є складовою фінансового ринку [11, с. 28].

Слід зазначити, що у західній економічній літературі фактично не існує узагальненого визначення поняття «ринок цінних паперів», а простежується сегментація фінансового ринку в залежності від виду та строковості фінансових інструментів, які здійснюють на ньому свій обіг. Так, британський вчений-економіст Д. Блейк виділяє ринок акцій, ринок облігацій та ринок похідних фінансових інструментів, як складових фінансового ринку [160].

Схожих позицій дотримуються й інші вчені. Так, Ф. Мішкін та С. Ікінс в процесі свого дослідження виділяють такі інвестиційні цінні папери як казначейські векселя, депозитні сертифікати, банківські акцепти. Ними виокремлюється ринок облігацій, ринок акцій та ринок іпотечних сертифікатів. При цьому, автори об'єднують вищезазначені ринки поняттям «ринки капіталів», що містять цінні папери з різним строком обігу [181, с. 217, 245, 295]. Аналогічно, Д. Оуен та Р. Гріфісс у «Mapping the markets» розмежовують дослідження ринку акцій та ринку облігацій [184].

Сучасні російські та вітчизняні науковці здебільшого на рівні вживають поняття «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок». Так, В. Галанов визначає ринок цінних паперів як сукупність економічних відносин його учасників з приводу випуску та обігу цінних паперів [11, с.191]. Т. Берднікова під ринком цінних паперів розуміє частину фінансового ринку (поряд з ринком позичкового капіталу, валютним ринком та ринком золота), зазначаючи, що на фондовому ринку обертаються специфічні фінансові інструменти – цінні папери. Мета ринку цінних паперів – акумулювати фінансові ресурси та забезпечити можливість їх перерозподілу шляхом проведення різними учасниками ринку різноманітних операцій з цінними паперами, тобто здійснювати посередництво в русі тимчасово вільних грошових коштів від інвесторів до емітентів цінних паперів [5, с.9-10].

Широке тлумачення поняття ринку цінних паперів наводить Я. Міркін зазначаючи, що ринок цінних паперів являється ринком, на якому відбувається перерозподіл грошових ресурсів між постачальниками (інвесторами) та споживачами (емітентами) на основі обігу цінних паперів в якості товару, таким чином це визначає його функції в макроекономіці, механізм ціноутворення, склад учасників та сегментацію [60, с. 11].

О. Мендрул та І. Шевчук зауважують, що ринок цінних паперів є невід'ємною частиною фінансового ринку країни та охоплює відносини, пов'язані з цінними паперами, наголошуючи, що синонімом поняття «ринок цінних паперів» є «фондовий ринок» [56, с.8-9]. О. Мозговий зазначає, що поняття «фондовий ринок» має інші визначення, такі як «ринок капіталів», «ринок інвестиційних цінних паперів», і є ринком на якому продаються і купуються цінні папери з метою вкладення капіталу, тобто основного компонента ринкової економіки [63, с. 6]. А. Загородній під ринком цінних паперів розуміє частину ринку позикових капіталів, де здійснюють емісію та купівлю-продаж цінних паперів [144, с.218]. На аналогічних позиціях стоїть А.Ковальчук [39, с. 218].

В економічній енциклопедії під редакцією С. Мочерного міститься трактування обох вищезазначених понять. Так, під ринком цінних паперів розуміється сукупність економічних відносин між різними суб'єктами цього ринку (комерційними, інвестиційними банками, фондовими біржами та інституціональними інвесторами (страховими компаніями, пенсійними фондами) щодо організації та купівлі-продажу акцій облігацій і спеціальних цінних паперів. Натомість, фондовий ринок трактується як частина фінансового ринку, система економічних відносин з приводу випуску, розміщення, купівлі-продажу акцій інших приватизаційних і похідних цінних паперів [64, с.254, 835]. Загалом тлумачення цих понять корелює між собою, хоча поняття ринку цінних паперів має більш широке значення.

В. Унинець-Ходаківська, О. Костюкевич, О. Лятамбор поділяють трактування сутності ринку цінних паперів наведеним у вітчизняному законодавстві, під яким розуміється сукупність його учасників та правовідносин між ними, щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних деривативів [137, с. 304; 46].

Отже, ринок цінних паперів ринок, з точки зору зазначених вчених розглядається як сукупність фінансових інституцій що, здійснюють процес поєднання попиту та пропозиції на ресурси у вигляді капіталу

Вказуючи на особливості ринку цінних паперів ще Дж. М. Кейнс визнав, що він має одну унікальну перевагу, а саме – є найкращим способом поєднання людей, які володіють фінансовими ресурсами для того щоб здійснювати інвестування, з людьми, які мають можливість продуктивно використати такі інвестиції [176, с.129].

Таким трактуванням Дж. М. Кейнс розвинув думку М. Туган-Барановського, в працях якого описано роль ринку цінних паперів через призму фондової біржі: «...для можливості розподілу величезних капіталів, які щорічно накопичуються при капіталістичній системі господарства, система потребує центральну інституцію, де б зосереджувалася пропозиція всіх капіталів, що шукають «приміщення», а також попит на них. Фондова біржа

виконує функцію, аналогічну ролі банків в організації кредиту. Банки розміщують між окремими підприємствами вільні капітали, власники яких шукають їм тільки тимчасового приміщення, для постійного ж розміщення вільних капіталів існує біржа. Так як банк є резервуаром, в якому концентрується капітал, що шукає тимчасового «приміщення», так і біржа є резервуаром, в якому концентрується пропозиція капіталів, що шукають постійного «приміщення». Тільки завдяки фондовій біржі стало можливе злиття багатьох незначних капіталів в гігантську сукупність, необхідну у відповідності до умов капіталістичного господарства» [133, с. 435-437].

У. Шарп, Г. Александер Г., Дж. Бейлі мають схожі погляди і зазначають, що фондові ринки існують для того, щоб звести разом покупців і продавців цінних паперів, додаючи, що саме через такі ринки реалізується механізм обміну фінансовими активами [149, с.8]. Аналогічно, К.Р.Макконнелл и С.Л.Брю вважають, що ринок це інститут чи механізм, який зводить покупців та продавців будь-якого продукту, ресурсу чи послуги, а тому фондовий ринок поєднує бажаючих купити чи продати капітал [54, с. 62].

Отже, можна зробити висновок, що узагальненого тлумачення понять «ринку цінних паперів» та «фондового ринку» у наукових колах не сформовано, в силу сегментації ринку і в залежності від виду інструменту, що обертається. Це загалом притаманно західній економічній думці, де під фондовим ринком в основному розуміється ринок акцій.

Так, відомий американський дослідник та активний учасник ринку цінних паперів Дж. Сорос у своїй праці «Алхімія фінансів» зазначає, 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 всім учасникам доступ до релевантної інформації. Автор зазначає «...якщо існує місце, де теорія досконалої конкуренції повинна втілитися в життя, то це фондовий ринок» [121, с.55].

Це твердження заслуговує уваги, однак воно є вузьконаправленим, так як не враховує той факт, що на фондовому ринку працює багато суб'єктів, які конкурують за найкращі позиції. Тобто, досконала конкуренція на фондовому ринку не обмежується лише неможливістю впливу його учасників на ціни цінних паперів.

Крім того, характеризує фондний ринок, як ринок досконалої конкуренції через призму рівноправного доступу до інформації, не враховується фактор використання інсайдерської інформації. Тобто використовуючи відомості про емітента, можна здійснювати маніпулятивні дії та впливати на вартість його цінних паперів, що значною мірою негативно впливає на стан конкурентного середовища ринку.

На сьогодні, фондовий ринок – це усталений вираз, значення якого вживається аналогічно значенню категорії «ринок цінних паперів», внаслідок того, що більша частина учасників ринку цінних паперів схиляється саме до широкого тлумачення дефініції фондового ринку [86, с.16].

Враховуючи вищезазначене, можна повністю погодитись з позицією О. Любкіної, яка зазначає, що ринок цінних паперів як сегмент фінансового ринку забезпечує опосередкування і організацію руху заощаджень через сукупність угод з цінними паперами, фондовий ринок виступає частиною ринку цінних паперів, так само як фонди є певною категорією цінних паперів. Тому, твердження про еквівалентність понять «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок», яке закріпилось у вітчизняній літературі, вірне не за суттю, а за практичним застосуванням [51, с.7].

Таким чином, узагальнюючи результати проведеного дослідження стосовно дефініції понять «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» можна

зробити висновок, що як перше так і друге поняття характеризує сукупність установ організацій та учасників, які взаємодіють між собою з приводу торгівлі цінними паперами, здійснюючи тим самим перерозподіл грошових ресурсів в економіці. Однак, фондовий ринок є частиною ринку цінних паперів.

Інвестиційний зміст ринку цінних паперів проявляється у функціях, які він виконує. Більшість науковців зазначають, що ринок цінних паперів виконує такі функції як акумуляція та перерозподіл фінансових ресурсів, встановлення ціни на інструменти ринку, регулювання (забезпечення порядку, встановлення правил, та управління ринковими процесами з боку держави або самих організацій).

При цьому дослідники наголошують на тому, що першочерговою з них є функція перерозподілу ресурсів. «...Базовою макроекономічною функцією ринку цінних паперів, зокрема, фондового ринку є ефективна трансформація тимчасово вільних грошових ресурсів (заощаджень) у виробничі капіталовкладення (інвестиції) на галузевому, регіональному, державному та міжнародному рівнях, а також визначення напрямів ефективного руху суспільного капіталу» [46, с.4].

Ще однією важливою функцією ринку цінних паперів, є перерозподіл і підтвердження в господарстві прав власності на вартість, яка знаходиться в різних речових формах. Саме з відношення до цінних паперів і з приводу їх руху на фондовому ринку виражаються найбільш глибокі економічні інтереси індивідів – інтереси пов'язані з власністю [59, с. 52].

Н. Лазарева більш детально розкриває цю тезу і зазначає, що: «...цінні папери і кредит представляють собою різні власності, що дозволяють шляхом передачі права користування і розпорядження певним обсягом вартості капіталу зберегти її і отримати дохід у формі відсотка чи дивіденду ... актами купівлі-продажу є здійснювані на ринку цінних паперів угоди обміну правами власності» [48].

Існують й інші підходи до визначення функцій ринку цінних паперів, які є предметом наукової дискусії. Так, окрім функції перерозподілу інвестицій і

переливу капіталу А.В.Карпушкіна виділяє такі функції ринку цінних паперів: участь в організації та здійсненні контролю над підприємствами, банками; інформування учасників економічної діяльності про стан кон'юнктури економіки в цілому та її окремих ланок; макроекономічного регулювання на галузевому, регіональному, державному та міжнародному рівнях [38].

Берднікова Т. наголошує й на тому факті, що при проведенні операцій з цінними паперами корегується обсяг грошової маси в обігу. Продаж державних цінних паперів скорочує обсяг грошової маси, а їх купівля державою, навпаки, збільшує цей обсяг. Тому ринок цінних паперів, як інструмент ринкового регулювання, відіграє важливу роль. Крім того, до допоміжних функцій ринку цінних паперів, автор відносить використання цінних паперів у приватизації, антикризовому управлінні, реструктуризації економіки, антиінфляційній політиці [5, с.11].

На думку М. Левінсона ринок цінних паперів, як частина фінансового ринку, виконує функції залучення капіталу встановлення ціни, арбітражу, організації комерційних операцій, інвестування та управління ризиком [176, с. 2].

Отже, ринок цінних паперів, як елемент сформованої системи економічних відносин, повинен в повній мірі виконувати свою головну функцію – обслуговувати реальний сектор економіки в частині мобілізації, накопичення і розподілу грошових ресурсів, призначених для розширеного відтворення і всі ці процеси повинні відбуватись на конкурентних засадах.

Участь ринку цінних паперів в системі виробничих відносин виражається через сукупність економічних відносин між інвесторами, емітентами та професійними учасниками ринку цінних паперів з приводу отримання доходів, пов'язаних з володінням цінними паперами або отриманням фінансових результатів від операцій з їх купівлі-продажу. Функціонування ринку цінних паперів забезпечує у ринковій економіці мобілізацію, акумуляцію і переміщення

тимчасово вільних коштів населення і підприємницьких структур з однієї сфери економіки в іншу, з однієї галузі виробництва в іншу [69, с.5].

Слід зазначити, що ефективність функціонування ринку цінних паперів можлива тоді, коли ринкова ціна на цінні папери емітента встановлюється в умовах конкурентного ціноутворення. Принципи справедливого ціноутворення були розглянуті такими вченими як А. Маршал та Л. Вальрас, які запропонували два протилежні підходи.

За А.Маршалом правила торгівлі підтримують справедливе ціноутворення в умовах безперервного надходження заявок на купівлю-продаж цінних паперів. Функція сумарного попиту і пропозиції в такому випадку розподіляється в часі і є безперервною. Безперервно розкривається також інформація про ціни на цінні папери. В той час, як Л. Вальрас зазначив, що умова конкурентної рівноваги досягається при концентрації торгівлі в одному місці в один час. Загальна рівновага у випадку існування декількох ринків одного товару – це одночасність встановлення цін на товари на різних торгових майданчиках Повнота і доступність інформації для учасників за рахунок жорстких часових рамок проведення торгів [128].

Справедливість формування цін на інструменти ринку, значною мірою залежить від наявної інформації стосовно організації-емітента цінного паперу. Необхідною умовою для існування ефективних конкурентних відносин між гравцями ринку цінних паперів є наявність правдивої, не викривленої інформації та її рівноправна доступність для всіх учасників торговельного процесу що в свою чергу забезпечує конкурентне ціноутворення .

Отже, можна зробити висновок, що володіння достовірною і точною інформацією дозволяє з більш високим рівнем ймовірності оцінити ризики та відповідно й доцільність інвестування в фінансовий інструмент.

В дослідженні, яке проведено А. Мадхаваном, встановлено взаємозв'язок між принципами здійснення торгівлі на ринку цінних паперів – закритого та транспарентного типу [177, с.255-283]. На ринках де присутня конкуренція,

прозорість, відкритість, та доступність інформації підвищується ліквідність ринку та його здатність виконувати свою головну роль мобілізації та перерозподілу на конкурентних засадах інвестиційних ресурсів у галузі національного господарства [158, с.176].

Детально процес впливу інформації на величину ціни активу, що реалізується на ринку цінних паперів висвітлено Ф. Мишкіном та Ікінсом. У своєму дослідженні вони наголошують на тому, 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 [181, с.284-285].

Інформація, являється одним з чинників маніпулятивних дій на ринку цінних паперів, тому особливо важливого значення в регулюванні конкурентних відносин набуває проблема протидії ціновому маніпулюванню. Підходи стосовно дослідження маніпулятивних дій на ринку цінних паперів можна розглядати в розрізі трьох рівнів:

1. *Теоретичний.* Формування визначення поняття маніпуляції на ринку цінних паперів, видів та цілей маніпулятивних дій на основі наукових досліджень.

2. *Законодавчий.* Узагальнення теоретичних положень та закріплення їх у відповідних законодавчих актах, що передбачають визначення терміну «маніпулятивні дії на ринку цінних паперів», заборону на здійснення маніпуляцій, встановлення адміністративної та кримінальної відповідальності.

3. *Практичний.* На основі теоретичних підходів та існуючого законодавства, розробка та впровадження в діяльність фондових бірж механізмів спрямованих на виявлення та попередження маніпулятивних дій.

Маніпуляції на ринку цінних паперів можна визначити, як вчинення одним, або декількома учасниками ринку цінних паперів, дій, що впливають на поточну або майбутню ціну акцій, на основі угод купівлі-продажу акцій, або за допомогою розповсюдження неправдивої або викривленої інформації,

що здійснюються прямо чи опосередковано, з метою одержання додаткового прибутку, або без такого, і що тягне за собою створення економічно необґрунтованої ситуації, яка вводить в оману інших учасників ринку [4, с. 8].

Здійснення маніпулювання обумовлюється поставленими цілями. Серед багатьох причин цінового маніпулювання на ринку цінних паперів, як правило, можна виділи три основні [134, с. 367]:

1. *Підвищення курсу цінного паперу.* Маніпулятор сприяє підвищенню ціни цінного паперу, який потім продається за завищеною ціною інвесторам. Цей спосіб маніпулювання є найбільш поширеним.

2. *Стабілізація цін.* Кінцевий результат зазвичай полягає в тому, що цінний папір продається за більш високим курсом, ніж той, який би встановився під впливом лише ринкових сил. Необхідність стабілізації часто виникає при первинному розміщенні нового випуску. Подібна практика дозволена Комісією з цінних паперів і бірж у США, за умови повного інформування інвесторів про те, що гаранті розміщення використовують цей метод для підтримки цін.

3. *Зниження цін.* Подібне маніпулювання у світовій практиці зустрічається порівняно рідко, виняток становить діяльність учасників ринку, яка спрямована на пониження ціни.

В залежності від цілей, в світовій практиці, маніпуляції на ринку цінних паперів класифікуються за видами, в залежності від: терміну маніпулювання (ситуативне, короткострокове, довготривале); кількості і типу учасників ринку (маніпулювання здійснюється або одним учасником або групою осіб за попередньою домовленістю (чи без неї), маніпулювання може здійснюватись брокерами, дилерами, у власних інтересах та (або) інтересах їх клієнтів; ринку (маніпулятивні дії з цінними паперами в період їх первинного розміщення, маніпулювання на вторинному ринку цінних паперів). Однак в загальному їх можна консолідувати у дві великі групи, а саме маніпулювання інформацією та

маніпулювання в процесі торгівельної діяльності при укладенні угод купівлі-продажу цінних паперів.

Отже, маніпулятивні дії спрямовані на контроль за цінами на цінні папери, і здійснюються з метою отримання вигоди. Тому такі дії порушують умови добросовісної конкуренції і як наслідок, завдають шкоди іншим учасникам, які дотримуються конкурентних засад у здійсненні своєї діяльності, знижують ефективність ринку, підривають стабільність функціонування ринку цінних паперів, спонукають інвесторів не здійснювати інвестування, що спричиняє виникнення економічних диспропорцій.

Забезпечення конкурентних відносин на ринку цінних паперів є можливим при наявності відповідного державного регулювання. Так, Н. Усік визначає, що політика держави, що сприяє розвитку конкуренції передбачає формування конкурентного законодавства (сукупність правових норм, нормативних актів, що включають заборону антиконкурентних угод, консолідації та зловживань домінуючим, або монопольним становищем на ринку) та сферу захисту конкуренції (регулювання діяльності природних монополій, захист від «протекціонізму» з боку владних структур, застосування та контроль за дотриманням законів покладається на відповідний адміністративний орган) [138, с. 33].

Взагалі, систему регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів доцільно формувати на засадах, розроблених Міжнародною організацією комісій з цінних паперів, основна мета яких сприяти формуванню фінансових капіталів у національному господарстві та стимулювати економічне зростання із забезпеченням належного конкурентного середовища [183, с.2].

Для адаптації та впровадження зазначених рекомендацій щодо державного регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів в Україні, необхідно створити відповідні умови для їх розвитку, які сприятимуть підвищенню ефективності функціонування ринку цінних паперів (рис 1.4) .



Рисунок 1.4 – Умови розвитку конкурентних відносин на ринку цінних паперів

Примітка. Складено автором на сонові [191, с. 58-59]

Регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, передбачає дотримання відповідних принципів в діяльності всіх його учасників, перш за все це стосується суб'єктів регулювання, а саме [183, с.2-5]:

1. Державні регулятори ринку повинні:

- мати чітко визначені та закріплені на законодавчому рівні обов'язки;
- бути незалежними в своїй діяльності та підзвітними відповідно до покладених функцій;

- мати достатньо повноважень, ресурсів та можливостей для виконання покладених на них функцій;

- застосовувати чіткий, послідовний та прозорий процес регулювання діяльності учасників ринку.

2. Саморегулятивні організації (СРО) повинні:

- бути наділені відповідними повноваженнями для регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів;

- бути підконтрольні центральному органу регулювання ринку цінних паперів;

- дотримуватись встановлених стандартів, забезпечувати справедливість та прозорість діяльності учасників ринку.

Принципи діяльності інших учасників ринку цінних паперів в системі регулювання конкурентних відносин відображені на рис.1.5. Однак слід зазначити, що їх реалізація пов'язана з необхідністю подолати існуючі, на сьогодні перешкоди різного характеру. Ґрунтовне дослідження цих проблем наведено у роботі Т. Тормозової [127, с.37]. Однак, на нашу думку, їх класифікацію та зміст доцільно викласти в такій послідовності:

- бар'єри адміністративно-правового характеру – нормативно-правові обмеження з боку органів, що здійснюють регулювання ринку цінних паперів, (адміністративне регулювання відносин між учасниками ринку, встановлення різних вимог до учасників ринку, що заперечує принцип конкуренції);

- бар'єри регулятивного характеру – представляють неефективність системи регулятивних заходів, введення надлишкових органів що виконують функції контролю та регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів.

- бар'єри фінансового характеру – економічні обмеження, щодо кількості учасників ринку, що забезпечується за рахунок високої вартості виходу на ринок (підвищений розмір комісійної винагороди брокерів,

та депозитарних зборів, висока вартість отримання інформації для прийняття управлінських рішень, неефективна система оподаткування);

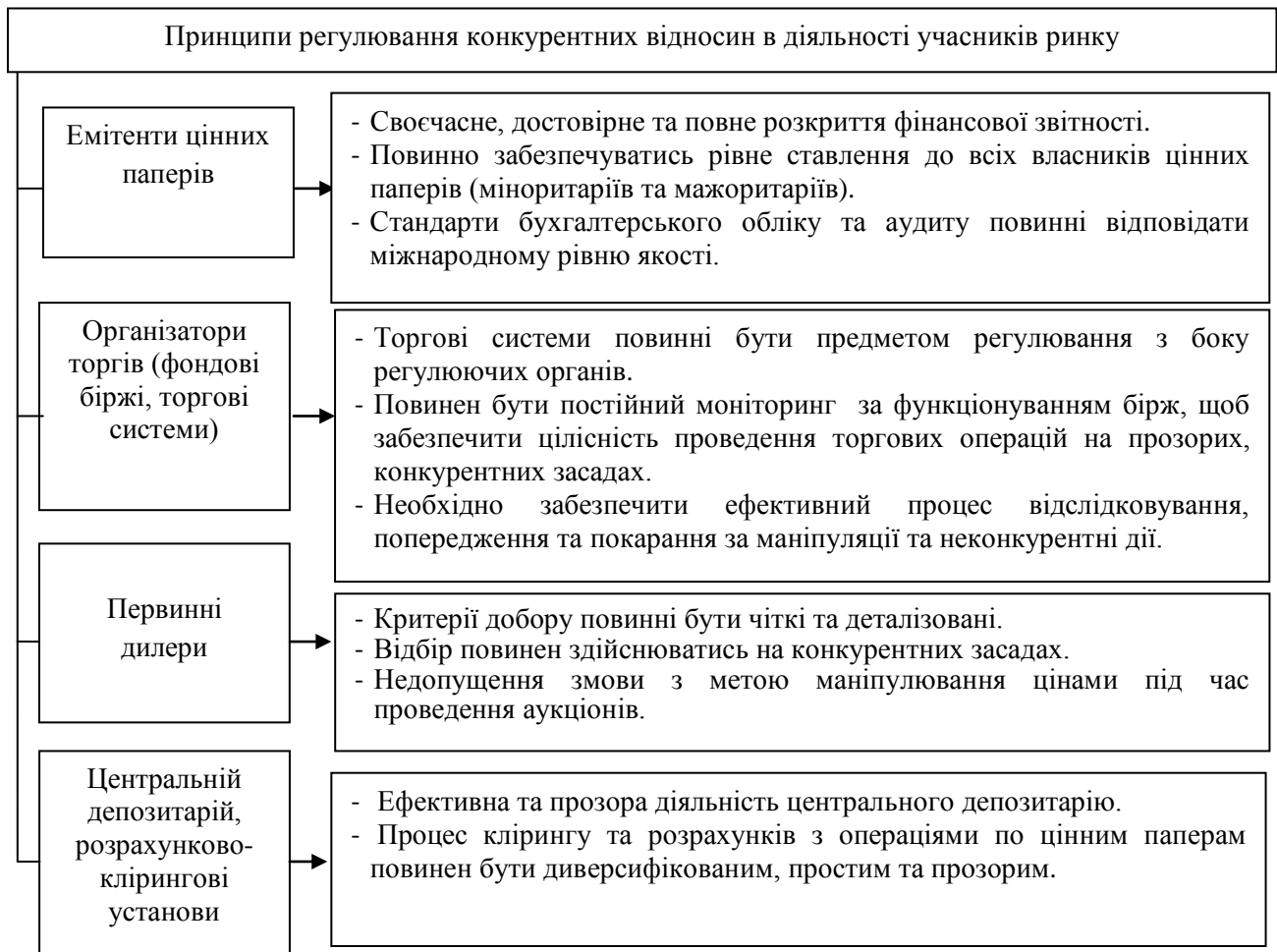


Рисунок 1.5 – Принципи регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів

Примітка. Побудовано автором на основі [183, с.2-4]

– бар'єри інформаційного характеру – сукупність факторів, що перешкоджають ефективному обміну інформацією між учасниками ринку цінних паперів (закритість доступу до інформації, неповне та недостовірне розкриття інформації, несвоєчасність надання необхідних даних, неправомірне розповсюдження інсайдерської інформації);

– бар'єри організаційного характеру – відмінності в організації роботи учасників ринку (відмінності в правилах та умовах проходження лістингу, не ринкові критерії допуску учасників до торгів);

Забезпечення сприятливих умов розвитку та стабільного функціонування ринку цінних паперів, можливо лише за активної та тісної взаємодії учасників ринку та органів державної влади і може бути реалізовано при здійсненні регулювання ринку цінних паперів.

Загалом, процес регулювання конкурентних відносин є невід'ємною функцією процесу управління. Суб'єкт регулювання здійснює діяльність з організації, управління, координації, контролю, прогнозування, стимулювання процесів, що відбуваються на ринку. Через реалізацію цих функцій відбувається вплив суб'єкта регулювання на об'єкт, формується результат такого впливу та забезпечується зворотній зв'язок для оцінки та внесення коригувань (рис.1.6).

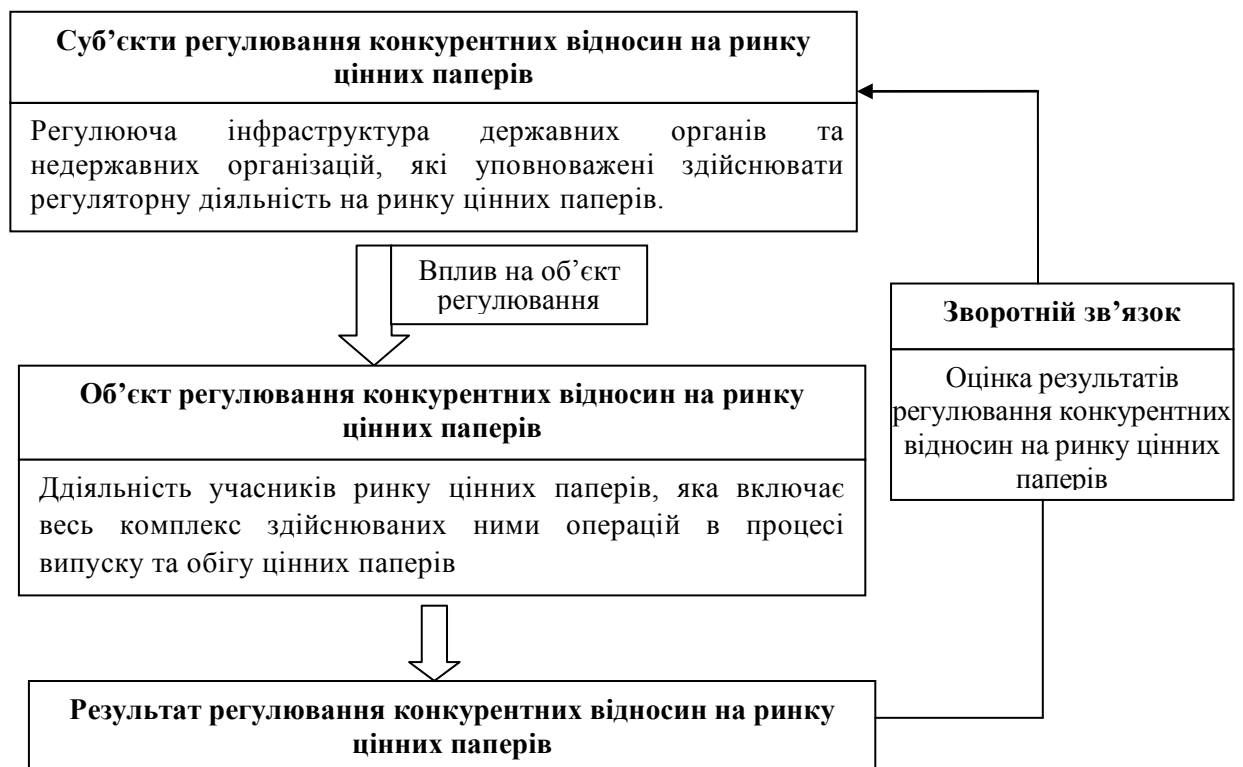


Рисунок 1.6 – Схема процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів

Примітка. Складено автором

Сукупність скоординованих дій, що виникають при реалізації заходів конкретного впливу становлять сутність регулювання та формують регуляторний процес. Він передбачає зв'язок між суб'єктами і об'єктом регулювання. Таким чином, для подальших цілей дослідження необхідно визначити учасників регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів.

Конкурентні відносини на вітчизняному ринку цінних паперів регулюються великою кількістю суб'єктів. Їх можна поділити на органи державного регулювання та саморегулівні організації (рис.1.7). Слід зазначити, що згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» саморегулівні організації – це неприбуткове об'єднання учасників ринку цінних паперів, що провадять професійну діяльність з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, утворене відповідно до критеріїв та вимог, встановлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку), які в свою чергу підпадають під регуляторний вплив держави [28].

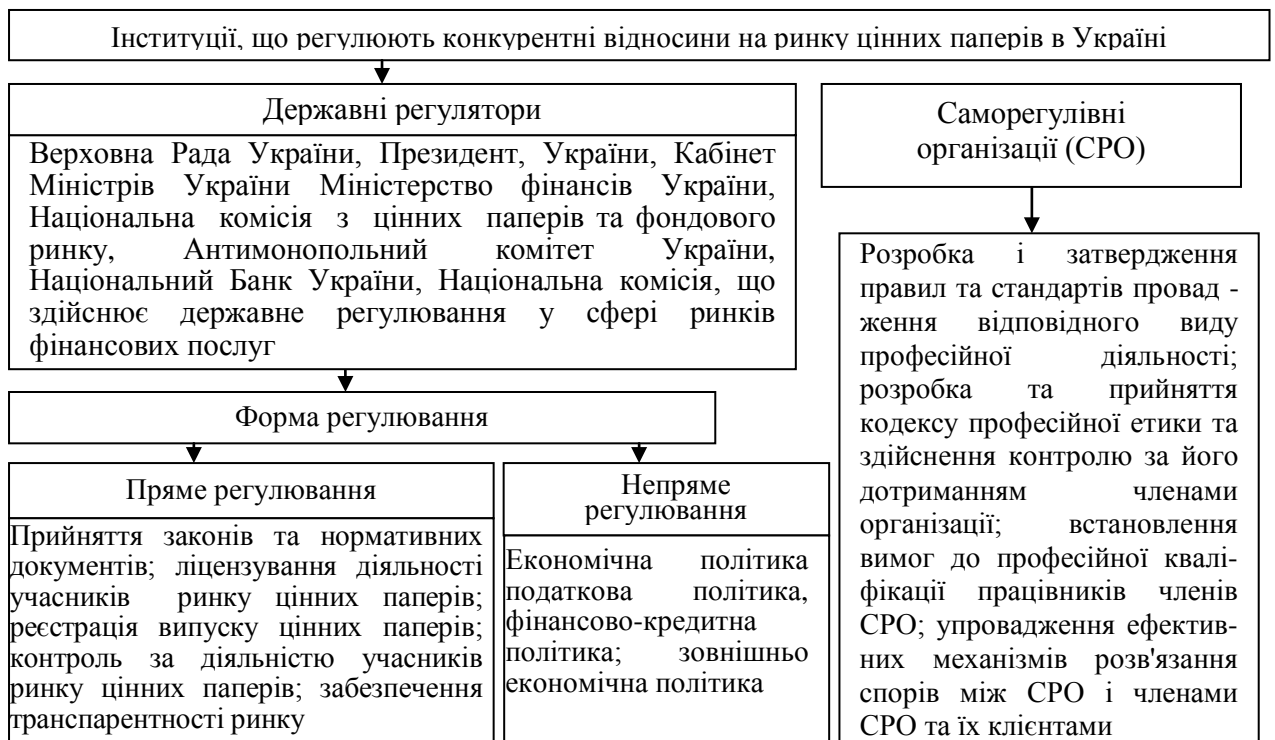


Рисунок 1.7 – Суб'єкти та форми регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів в Україні

Примітка.

Складено

автором

В якості об'єкта регулювання в роботі розглядається діяльність всієї сукупності учасників ринку цінних паперів, а також фінансові інструменти з якими здійснюються операції. Проте, враховуючи той факт що основою регулювання є учасники ринку, а фінансові інструменти та операції з ними є похідними, тому доцільно розглядати саме діяльність учасників ринку цінних паперів, в якості об'єкта регулювання конкурентних відносин.

Процес регулювання конкурентних відносин, як складову загальної системи регулювання ринку цінних паперів необхідно будувати з врахуванням різноманітності учасників (які є об'єктом регулювання конкурентних відносин) та їх діяльності, в системі ринку цінних паперів. Це означає, що до конкурентного регулювання на ринку цінних паперів слід віднести наступне:

- недобросовісна конкуренція (маніпулювання цінами на цінні папери, неправомірне використання інсайдерської інформації);
- монополізація ринку;
- антиконкурентні злиття учасників ринку;
- тарифна політика гравців ринку.

В загальному конкурентне регулювання здійснюється на основі відповідних методів. До основних, які забезпечують регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів можна віднести методи:

- стимулюючого характеру;
- обмежувального характеру (встановлення адміністративних та економічних обмежень щодо діяльності учасників ринку);
- заборонного характеру (заборона антиконкурентних злиттів, поглинань, монополізації, заборона маніпулювання та картельних змов).

Узагальнення результатів проведеного дослідження дозволяє сформулювати *структурно-логічну схему ефективного процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України (рис 1.8).*

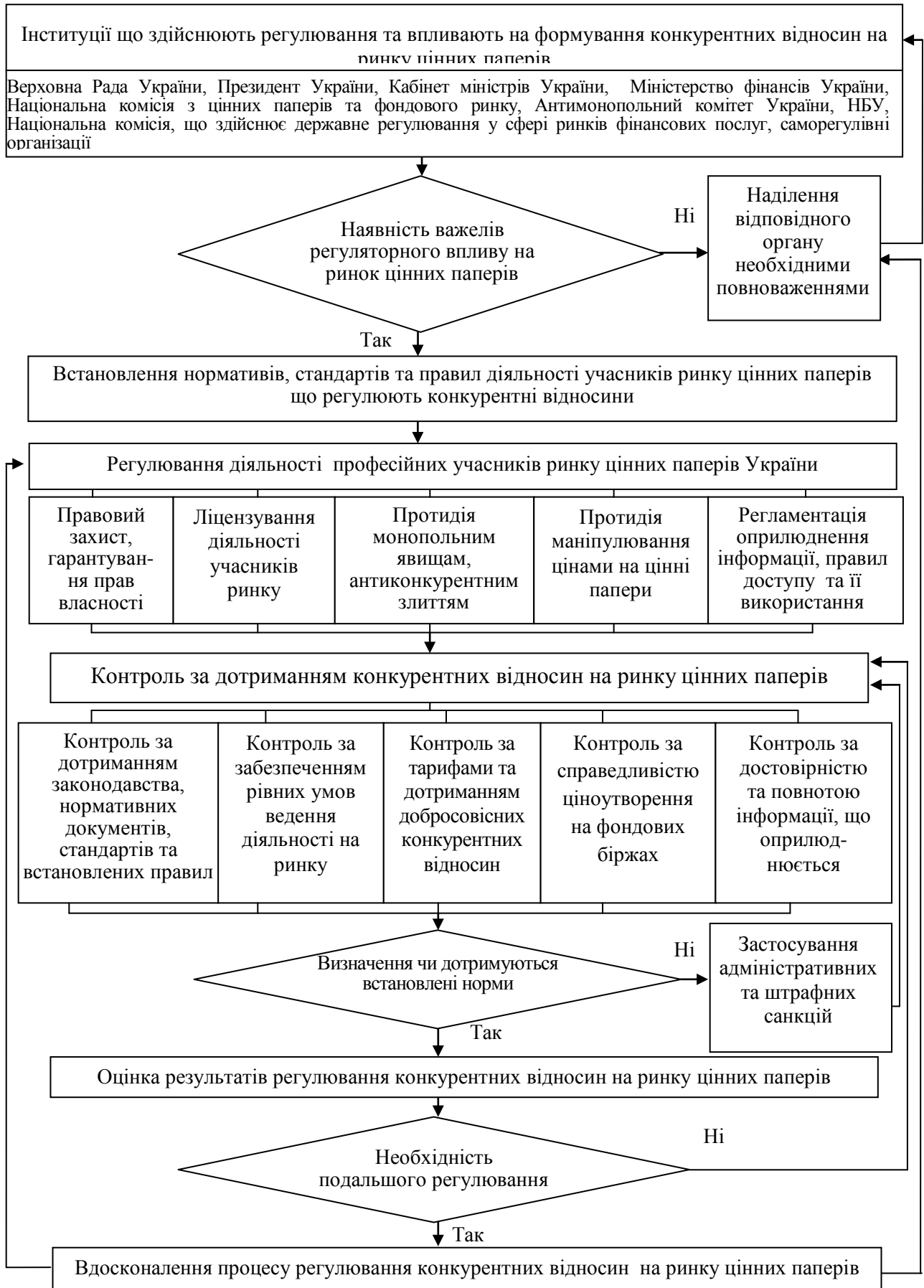


Рисунок 1.8 – Структурно-логічна схема ефективного процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України

Примітка. Складено автором

Для забезпечення ефективного процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів інституції, які здійснюють регуляторну діяльність, повинні мати необхідний спектр важелів впливу на об'єкт регулювання (господарська діяльність учасників ринку цінних паперів та операції які вони виконують). Для цього існують норми, правила, стандарти діяльності для учасників ринку, на основі встановлення яких реалізується процес регулювання конкурентних відносин.

Важливим етапом, який необхідно забезпечити в процесі регулювання конкурентних відносин є контроль, що полягає у встановленні їх відповідності на предмет виконання норм, правил та стандартів. За результатами такого контролю проводиться оцінка конкурентного середовища, яка передбачає визначення концентрації та типу конкурентної структури ринку, встановлення фактів цінового маніпулювання та інших неконкурентних дій.

У відповідності до отриманих результатів оцінки визначається необхідність вдосконалення відповідних елементів процесу регулювання. Належний рівень правового захисту, справедлива конкуренція та прозорість ринку забезпечують приток фінансових ресурсів в економіку країни. Тому регулювання конкурентних відносин має бути одним з ключових завдань механізму функціонування ринку цінних паперів.

Обов'язковою умовою процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, є забезпечення ефективного зворотного зв'язку. Він повинен бути спрямований на постійне виявлення проблемних аспектів та їх вдосконалення при здійсненні регуляторної діяльності.

Діяльність держави в регулюванні конкурентних відносин на ринку цінних паперів буде ефективною лише в тому випадку, коли вона не намагатиметься повністю контролювати ринкові відносини, а виступатиме лише гарантом їх дотримання та регулятором «правил гри», що в свою чергу сприятиме розвитку конкуренції та формуватиме добросовісні конкурентні відносини.

З метою уникнення багатьох проблем при побудові ефективного процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, доцільно узагальнювати, адаптовувати та використовувати міжнародний досвід відповідно до вітчизняних особливостей функціонування національного господарства.

1.3 Світовий досвід регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів

Ефективно функціонуючі ринки капіталів, до яких відноситься ринок цінних паперів, є ознакою високо розвинених країн світу. Для забезпечення розвитку національного господарства, суб'єкти ринку повинні бути спроможні акумулювати фонди і отримувати певні переваги від зростаючих можливостей такого накопичення ресурсів. Світовий досвід свідчить, що це досягається комплексними діями в тому числі внаслідок ефективного регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів.

США. Взагалі, в Сполучених Штатах Америки, протягом 1920-х років, було випущено цінних паперів вартістю близько 50 мільярдів доларів. Проте, до кінця 1932 року більша частина з них втратила свою цінність. В результаті цього, суспільна довіра до ринку цінних паперів була справедливо підірвана, що змусило законодавців погодитись з тим, що для відновлення економіки необхідно розбудовувати налагоджену систему регулювання ринку.

Конгрес США прийняв Закони про цінні папери 1933-го і 1934-го року, основною ціллю яких була вимога до суб'єктів господарювання надавати громадськості правдиву інформацію про свій бізнес, і вимога до брокерів, дилерів та бірж запобігати втратам інвесторів. З цією метою Конгресом було засновано Комісію з цінних паперів і бірж (Securities and Exchange Commission (SEC), далі КЦПБ) [182, с.319].

В результаті реалізації положень зазначеного закону у США ще з 30-х років склалася дворівнева система регулювання ринку цінних паперів: 1-й рівень – це органи державного регулювання, насамперед КЦПБ і спеціальні органи регулювання у штатах; 2-й рівень – саморегульовані організації професійних учасників ринку цінних паперів, до числа яких у США відносяться в першу чергу фондові біржі.

КЦПБ виступає головним регулятором (як кажуть американці, «сторожовим собакою») ринку цінних паперів США. Цьому органу надано широкий спектр повноважень – КЦПБ може проводити власні розслідування, викликаючи свідків для дачі показань. Крім того, в силу значущості фондового ринку в економіці США, регулятор традиційно є більш впливовим органом у системі адміністративних установ, ніж аналогічні регулятори в інших країнах [114].

Метою діяльності цього органу є захист інвесторів, підтримка добросовісних конкурентних відносин, порядку та ефективності функціонування ринку цінних паперів, а також сприяння нагромадженню капіталу [193]. Всі ці завдання досягаються шляхом забезпечення постійного, своєчасного і точного потоку інформації до інвесторів, на основі якої вони вирішують чи є раціональним вкладення коштів в цінні папери тієї чи іншої компанії. Таким чином КЦПБ в основному фокусується на сприянні розкриттю інформації і зниженні рівня її викривленості, з метою забезпечення рівних конкурентних умов для всіх учасників ринку.

Надаючи великого значення самостійному регулюванню своєї діяльності професійними учасниками ринку, КЦПБ має можливість передавати свої повноваження і підвищувати ефективність використання своїх ресурсів.

Найбільшою саморегулювальною організацією на ринку цінних паперів США є Регуляторна організація фінансової галузі (Financial Industry Regulatory Authority), створена після злиття Національної асоціації дилерів з цінних паперів та комітету з регулювання Нью-Йоркської фондової біржі. Ця

організація несе відповідальність за управління діловими відносинами між брокерами, дилерами та інвесторами. Місія організації полягає в тому, щоб захистити вітчизняних інвесторів, переконавшись, що ринок цінних паперів працює чесно і справедливо [156].

Необхідно відмітити, що для забезпечення прозорого функціонування та створення ефективного конкурентного середовища, Конгресом США було ухвалено ще ряд законодавчих актів, які значною мірою сприяли транспарентному розвитку ринку цінних паперів.

Так, у 1977 р. Конгрес прийняв Закон про підкуп посадових осіб за кордоном (Foreign Corrupt Practices Act), нагляд за виконання якого було покладено на КЦПБ. Відповідно до цього закону посадовим особам американських корпорацій заборонено давати хабарі урядовим чиновникам і політичним діячам за кордоном. Компанії, викриті в порушенні цього Закону, можуть бути оштрафовані, а службові особи – сплачують штраф до 100 тис. дол., або підлягають тюремному ув'язненню строком до 5 років (або того й іншого одночасно). Цим же Законом передбачається, що звітність публічних компаній повинна точно відображати всі операції та не допускати наявності неврахованих коштів «чорної каси» [168].

Результатом реалізації положень цього закону були численні розслідування з боку КЦПБ та притягнення до відповідальності компаній, які вчинили правопорушення. Так у 2011 році КЦПБ пред'явила звинувачення компанії «Джонсон і Джонсон» за підкуп лікарів певних європейських країн, з метою отримання контрактів на купівлю їхньої продукції. Фірма заплатила штраф у розмірі 70 млн.дол. для задоволення всіх позовів, що були пред'явлені. У 2012 році КЦПБ пред'явила звинувачення фармацевтичній компанії «Файзер», за незаконні платежі, що були здійсненні її дочірніми компаніями чиновникам Болгарії, Китаю, Хорватії, Італії, Росії для отримання дозволів на підписання контрактів на держані закупівлі їхньої продукції. Розмір штрафу який заплатила компанія становив 45 млн. дол. США [192].

Крім того у 80-і рр. в США було прийнято 2 закони, що посилюють санкції проти інсайдерів за використання внутрішньої інформації – Insider Trading Sanctions Act 1984, Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act 1988. Якщо раніше КЦББ могла конфіскувати тільки доходи, отримані в результаті використання внутрішньої інформації, то у відповідності з цими законами розмір штрафу може в 3 рази перевищувати прибуток, отриманий від використання внутрішньої інформації. До того ж фізична особа може бути ув'язненою строком до 10 років. Крім цього, передбачено систему стимулювання осіб, які повідомляють про факти незаконного використання інсайдерської інформації [167].

Також у практиці американського антимонопольного законодавства досить часто, застосовується принцип зваженого підходу. Відповідно до цього принципу, для винесення обвинувального вироку, суддя повинен не тільки підтвердити факт нелегальних дій, але і прийняти докази того, що втрати від негативного впливу на конкуренцію переважають отримані вигоди. Популярність «правила розумності», як принципу застосування антимонопольного законодавства зростала (в першу чергу в США) починаючи з середини 1970-х і до початку 1990-х рр. Це співпало із розширенням застосування нових, комбінованих форм укладення угод в економіці (у тому числі франчайзингу). Застосування антимонопольного законодавства за принципом «зваженого підходу», на відміну від дослівного слідування положенням закону, зазвичай розцінюється як менш жорстке покарання. Проте в останні роки, в США діє інша тенденція – не витіснення одного принципу іншим, а чітке розмежування обставин їх застосування.

Китай. В останні десятиліття значного розвитку в організації ринку цінних паперів досягнув Китай, де створена за зразком США система регулювання ринку цінних паперів і запроваджено спеціалізований урядовий орган для централізованого регулювання ринку. У КНР регулятором ринку цінних паперів є Комісія з регулювання при Державній раді КНР (КРРЦП),

створена в 1992 році. Модель регулювання ринку цінних паперів в Китаї – це система жорстких принципів, також перейнята з практики США, що характеризується чіткою регламентацією і обов'язковістю виконання адміністративних процедур в процесі випуску цінних паперів і допуску їх до обігу. Регулювання первинного ринку і, зокрема, андеррайтингу в Китаї також сформовано з врахуванням практики США. Однак застосовуючи механізм «дью ділідженс» («due diligence» - належна відповідність) – перевірка андеррайтером правильності, повноти та достовірності переліку заявочних документів емітента, що подаються, а також сприяння емітенту в становленні належної системи звітності протягом консультативного періоду. В цьому напрямку КРРЦП здійснює більш жорстке регулювання [8, с.38-39].

Зокрема, передбачено відповідальність андеррайтера (аж до анулювання ліцензії) у разі виявлення фактів надання недостовірних відомостей про емітента в процесі підготовки, розміщення, а також у разі фальсифікації звітності, різкого погіршення фінансового становища емітента та вчинення ним афілійованих угод протягом двох років після проведення первинного розміщення цінних паперів [172, с.4].

За торгівлю інсайдерською інформацією у Китаї передбачається відшкодування у п'ятикратному розмірі отриманого прибутку, а також можливе застосування кримінального покарання. Зокрема, станом на кінець 2007 року за час свого існування КРЦП розслідувала 405 випадків порушень, і 32 з них були передані в кримінальне провадження [164].

Канада. Відповідно до Закону про бізнес-корпорації Канади 1985 (Canada Business Corporations Act), інвестор, який отримує 10, або більше відсотків від акцій будь-якого класу канадської компанії, повинен повідомити про свої наміри Комісію з цінних паперів відповідної провінції Канади. Всі акціонери, що контролюють прямо або опосередковано 10, або більше відсотків акцій канадської компанії, отримують статус інсайдерів

даної компанії. Декларуванню підлягає також збільшення пакету акцій інсайдера на 2 % і більше.

З метою ефективності роботи системи розкриття інформації на ринку цінних паперів та сприяння інсайдерам канадських компаній при роботі з місцевими органами регулювання, учасники ринку розробили Систему електронного розкриття інформації інсайдерами (System for Electronic Disclosure by Insiders (SEDI), яка скорочує за часом і полегшує великим акціонерам канадських корпорацій процес заповнення необхідних документів та їх передачі у відповідну Комісію з цінних паперів [144].

При цьому вимоги про розкриття інформації при придбанні часток у капіталі канадських компаній ставляться як до інвесторів-резидентів Канади, так і до іноземних інвесторів. Загалом канадський ринок цінних паперів є найважливішим елементом фінансово-кредитної системи країни і займає визначальне місце у забезпеченні трансформації заощаджень в інвестиції.

Головну відповідальність за регулювання в галузі цінних паперів несуть уряди провінцій. Для цього керівники комісій з цінних паперів всіх провінцій і територій Канади об'єднані в неформальну добровільну організацію – Канадські адміністратори цінних паперів (Canadian Securities Administrators), цілями діяльності якої є захист прав інвесторів, сприяння формуванню ефективної системи забезпечення прозорості канадського ринку цінних паперів і розробка заходів щодо зниження системних ризиків фінансового ринку.

Німеччина. Корисним для України, в частині зменшення кількості наглядових інституцій, концентрації ресурсів, уникнення проблем взаємодії та пришвидшення процесів регулювання на ринку цінних паперів, може бути досвід Німеччини з консолідації всіх регуляторних повноважень щодо фінансових ринків в одному наглядовому органі.

З цією метою 1 травня 2002 року в загальну регуляторну інституцію Німеччини були об'єднані Федеральне відомство з нагляду за діяльністю

фінансових організацій, Федеральне відомство з нагляду за торгівлю цінними паперами та Федеральна наглядова палата за банками.

Причиною такого об'єднання послужила поява фінансових конгломератів, що поєднують банки, страхові компанії та інші фінансові установи, і як наслідок – зростаюча інтеграція фінансових ринків. Тому гарантією стійкості фінансового ринку на тривалий період став всеохоплюючий фінансовий нагляд. Новий федеральний державний орган, який організований в Німеччині є самостійним, але юридично підпорядковується федеральному Міністерству фінансів. При цьому він незалежний від федерального бюджету [14].

У тій частині, в якій витрати Федерального відомства не покриваються зборами та компенсаційними виплатами, вони оплачуються відповідно до формули розподілу за рахунок організацій, які підлягають нагляду з боку цього регулятора, а саме – банків, страхових компаній, організацій, що надають фінансові послуги, брокерів і інших учасників ринку, допущених на біржі, а також місцевих емітентів.

Що стосується конкурентного права, то основний нормативний акт, який регулює питання недобросовісної конкуренції у Німеччині є закон «Проти недобросовісної конкуренції» (Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG, 2004)) Цим законом закріплено, що дії, які є недобросовісною конкуренцією заборонені, якщо вони можуть значно вплинути на інтереси конкурентів, споживачів або інших учасників ринку. При цьому, комерційна діяльність до якої залучені споживачі є недобросовісною, якщо така діяльність суперечить вимогам професійної доброчесності і може значно вплинути на можливість споживачів прийняти зважене рішення про здійснення угоди, і таким чином змусити їх прийняти рішення про здійснення угоди, яке вони інакше не зробили би [171].

Відповідно до цього положення, однією з основних функцій Федерального відомства з нагляду за діяльністю фінансових організацій в

частині регулювання ринку цінних паперів є виявлення та перешкоджання процесам ринкового маніпулювання. Тобто, забороняється поширювати неправдиву інформацію, щодо обставин, які мають важливе значення для оцінки фінансового інструменту (наприклад, інформації про доходи компанії), а також приховувати інформацію, що підлягає публічному представленню і може впливати на формування ринкової ціни на фінансовий інструмент.

Також, заборонено проводи операції, які генерують помилкові, або такі, що вводять в оману дії, здатні впливати на ціну, попит та пропозицію фінансових інструментів, зокрема штучне нарощення торгівельних операцій з цінними паперами (коли інвестор одночасно продає та купує один і той же фінансовий інструмент). Маніпуляції, які істотно вплинули на діяльність фондових бірж, або на величину ринкової ціни цінного паперу, згідно законів Німеччини є кримінальними злочинами і караються штрафом, або позбавленням волі на строк до п'яти років [179].

Для їх уникнення при нагляді за ринковою концентрацією суб'єктів господарювання, контролю піддаються наступні дії:

- придбання активів підприємства повністю;
- придбання часток 25, 50 і більше відсотків акцій фірми;
- будь-яка угода, в результаті якої фірма набуває прямий або непрямий контроль над підприємством;
- будь-яка угода, включаючи придбання менше 25 відсотків акцій підприємства, якщо це дає можливість фірмі-покупцеві впливати на конкурентну поведінку іншої фірми.

Відповідно до законів, що забороняють обмеження конкуренції та основних положень нормативних актів Німеччини з розгляду злиттів, таке злиття забороняється, якщо передбачається, що воно створює або посилює домінуюче становище.

Ряд чинників підлягає детальному розгляду для визначення домінуючого положення: фінансова сила (фінансові показники - прибуток, виручка,

витрати); доступ до ринків постачальників або споживачів; зв'язки з іншими компаніями; законодавчі, або фактичні вхідні бар'єри для інших компаній; діюча чи потенційна конкуренція з боку компаній в зоні дії даного закону і поза ним; здатність переключати попит чи пропозицію на інші товари або комерційні послуги; можливість використання товарів та послуг інших компаній. Кількісні показники, при яких фірма (або група фірм) розглядається як домінуюча на ринку (або володіє надлишковою ринковою владою), характеризуються наступним чином [14]:

- 1/3 ринку для однієї фірми;
- не менше 50 відсотків ринку для трьох фірм;
- не менше 2/3 ринку для п'яти фірм.

Загалом в Європейському Союзі повноваження щодо захисту конкуренції, формування політики конкуренції та її впровадження покладені на Генеральний директорат Європейської комісії. В окремих випадках ці функції можуть бути розподілені між уповноваженими органами, які відповідають за регулювання конкуренції в країнах-членах ЄС та законодавчими судами. Компетенція Європейської комісії поширюється на такі сфери: збирання необхідної інформації, накладання штрафів, вживання тимчасових заходів, надання пільг окремим фірмам, дії яких обмежуються статтями договору тощо. Інформація для прийняття таких рішень збирається шляхом проведення розслідування за виявленим фактом обмеження конкуренції та моніторингу дій суб'єктів господарювання на спільному ринку, у формі запитів до відповідних компаній. В даний час всі країни-члени Європейського Союзу провадять єдину політику в сфері розвитку конкуренції, яка характеризується досконалим і раціональним механізмом реалізації та високоефективним контролем за її дотриманням [21, с. 87].

Росія. Із законодавчих актів які регулюють ринок цінних паперів в країнах пострадянського простору для України цінним буде досвід Росії. Всі регуляторні дії на ринку цінних паперів в Росії здійснювала Федеральна

служба з фінансових ринків (ФСФР), яка була федеральним органом виконавчої влади, що здійснювала функції з нормативно-правового регулювання, контролю і нагляду у сфері фінансових ринків (за винятком банківської та аудиторської діяльності), в тому числі з контролю і нагляду у сфері страхової діяльності, кредитної кооперації, діяльності товарних бірж, біржових посередників і біржових брокерів, забезпечення державного контролю за додержанням вимог законодавства Російської Федерації про протидію неправомірному використанню інсайдерської інформації та маніпулювання ринком [120]. З 2013 року всі функції ФСФР передані до Центрального банку Росії.

Результатом діяльності ФСФР стало прийняття законодавчих актів, що сприяють якісному регулюванню інститутів фінансового ринку, до яких варто віднести [141, с. 32-33]:

– Федеральний закон «Про внесення змін до Кримінального кодексу Російської Федерації», згідно з яким встановлена більш жорстка кримінальна відповідальність за маніпулювання цінами на ринку цінних паперів та за незаконне обмеження прав власників цінних паперів;

– Федеральний закон «Про внесення змін до Кодексу Російської Федерації про адміністративні правопорушення в частині посилення адміністративної відповідальності за порушення законодавства Російської Федерації про акціонерні товариства, про товариства з обмеженою відповідальністю, про ринок цінних паперів і про інвестиційні фонди».

Важливим кроком в забезпеченні ефективного регулювання ринку та створенні конкурентного середовища, в Росії, було прийняття у 2010 році Федерального закону «Про протидію неправомірному використанню інсайдерської інформації та маніпулювання ринком і про внесення змін в окремі законодавчі акти Російської Федерації» Відповідно до цього закону перелік інформації, що відноситься до «інсайдерської», встановлює орган, який здійснює регулювання конкретного ринку. До такої інформації відноситься [120]:

1. Інформація про вжиті регулятором рішення щодо емісійних цінних паперів, які допущені до торгівлі на організованих торгах на території Російської Федерації і (або) щодо яких подана заявка про допуск до торгівлі на вказаних торгах.

2. Інформація про вжиті регулятором рішення, щодо керуючих компаній пайових інвестиційних фондів, інвестиційні паї, яких допущені до торгівлі на організованих торгах на території Російської Федерації і (або) стосовно інвестиційних паїв, щодо яких подана заявка про допуск до торгівлі на вказаних торгах.

3. Інформація про вжиті регулятором рішення про видачу, анулювання, відкликання, обмеження, призупинення дії, поновлення дії ліцензій на здійснення професійних видів діяльності.

4. Інформація про направлення регулятором (територіальними органами регулятора) приписів про обмеження (заборону) здійснювати окремі дії (проводити окремі операції), пов'язані з вчиненням угод з цінними паперами, які допущені до торгівлі на організованих торгах на території Російської Федерації, про зупинення (відновлення) торгів, фондовою біржею або іншим організатором торгівлі на ринку цінних паперів.

5. Інформація, отримана в ході перевірок, а також про результати перевірок (найменування організації у відношенні якої проводилася перевірка, вид перевірки (планова або позапланова, виїзна або камеральна), вказівка на рішення, прийняте за результатами перевірки, дата прийняття зазначеного рішення).

В процесі дослідження світового досвіду регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів автором визначено особливості функціонування інституту первинних дилерів та системи клірингу і розрахунків щодо правочинів з цінними паперами.

Регулювання інституту первинних дилерів. Корисним для регулювання вітчизняного ринку цінних паперів буде також досвід Росії в питанні

функціонування та регулювання інституту первинних дилерів. Введення в жовтні 1996 р. інституту первинного дилерства стало еволюційним і в деякому розумінні, неминучим етапом функціонування ринку державних цінних паперів. Вже до кінця у 1995 року на ринку відбувся поділ учасників на дві групи відповідно до інтересів.

Перша група прагнула отримати прибуток головним чином за рахунок спекуляцій і короткострокового інвестування вільних грошових коштів, а також можливого отримання в потрібний момент ломбардного кредиту від Центрального банку Росії. Дилер, що входив в цю групу, зазвичай володів невеликим власним портфелем облігацій і активно брав участь в торгах лише у вузькому спектрі цінних паперів. У другу групу входило близько 45 великих банків, у портфелях яких була зосереджена більша частина випущених облігацій. Інтереси цієї групи поступово стали переплітатися з інтересами монетарної влади, а саме підтримання ліквідності ринку і його стабільності, що особливо важливо для великих інвесторів. У свою чергу Банк Росії, виконуючи функції генерального агента Міністерства фінансів, був зацікавлений у збільшенні значимості дилерів, що мають подібні цілі [72].

Однак в результаті фінансової кризи 1998 року первинне дилерство як таке зникло з російського ринку цінних паперів. Проте, на цей час Міністерство фінансів Росії спільно з Банком Росії обговорює можливість відтворення на ринку державних цінних паперів (ДЦП) інституту первинних дилерів [57].

Функціонування інституту первинних дилерів присутнє в багатьох країнах, що характеризуються високим рівнем розвитку фінансової системи. Відповідно кожна держава має свої принципи та засади стосовно системи регулювання та забезпечення конкурентного середовища в сфері первинного дилерства. Важливим аспектом в прозорій та конкурентній діяльності інституту первинних дилерів є наявність конкретних критеріїв, яким мають відповідати претенденти на отримання статусу первинного дилера та вимоги щодо їх діяльності після отримання статусу первинного дилера.

Так в *США*, в процесів відбору, Федеральний резервний банк Нью-Йорка оцінює рівень активності банків на різних ринках. Претендент повинен бути в змозі продемонструвати можливість реалізації великих обсягів державних цінних паперів на постійній основі. Первинний дилер повинен бути зареєстрований як брокер чи дилер у КЦПБ. Первинний дилер повинен відповідати таким мінімальним вимогам стосовно капіталу [157]:

1. Розмір чистого капіталу, який розраховується відповідно до правил КЦПБ повинен бути не менше 150 млн. дол. Крім цього повинен відповідати всім іншим вимогам встановлених КЦПБ чи СРО.

2. Банк повинен відповідати стандартам капіталу Tier I (звичайні акції або їх еквівалент для неакціонерних компаній, нерозподілений прибуток та емісійний дохід по звичайних акціях.) та Tier II (нерозкриті резерви такі як прибуток поточного року, не підтверджений аудиторським висновком, резерви переоцінки деяких активів, загальні резерви на покриття сумнівних боргів) Базельського Комітету з питань банківського нагляду, для Tier I – мінімум 150 млн.дол. США [159, с.12-17].

В *Чеській Республіці* для отримання статусу первинного дилера претендент повинен на протязі 6 місяців, що передують поданню заяви на отримання статусу первинного дилера, брати участь через одного або кількох первинних дилерів в аукціонах і бути підписаним на щонайменше на 3% від загальної вартості облігацій випущених чеським урядом. Повинен здійснювати активну діяльність на вторинному ринку державних облігацій. Іноземні банки повинні бути первинними дилерами що найменше в трьох країнах Євросоюзу. Претенденту необхідно мати висококваліфікований управлінський персонал та розгалужену мережу відділень, а також відповідні технічні та фінансові ресурси для ефективно реалізації державних цінних паперів [180].

В *Греції* відбір первинних дилерів проводиться один раз на рік на основі наступних критеріїв [186]:

1. Мінімальний розмір власного капіталу 375 млн.євро. (Для іноземних банків враховується розмір капіталу материнських фінансових установ).

2. Необхідно мати відповідний структурний підрозділ, з метою ефективного ведення торгівлі державними цінними паперами, участь у HDAT, EUROMTS (системи електронних торгів) та інших регульованих ринках.

В *Болгарії* претендент повинен здійснювати регулярну діяльність на ринку державних цінних паперів. За період що оцінюється, претенденти повинні володіти часткою державних цінних паперів (в номінальній вартості) не менше ніж 3% від загального обсягу випущених державою цінних паперів за цей період. Частка угод банку, що здійснюється на вторинному ринку державних цінних паперів (ДЦП), не повинна бути меншою ніж 3% від їх загального обсягу [165].

В *Молдові* заявник, повинен здійснювати діяльність на ринку ДЦП не менше трьох місяців, і купляти ДЦП у власний портфель. Мати і підтримувати мінімально необхідну суму капіталу, регламентовану Національним банком. По відношенню до банку не повинні застосовуватись з боку Національного Банку штрафні та адміністративні санкції, щодо заборони залучення депозитів. Претендент повинен мати поточний рахунок, відкритий у Національному Банку, та купувати протягом кварталу ДЦП за номінальною вартістю в мінімальному розмірі 2,0% від середньоквартального обсягу, запропонованого Міністерством фінансів, на протязі чотирьох попередніх кварталів, якщо рівень активів банку вище або дорівнює 800 млн. леїв (приблизно 50 млн. євро) та 1,0% середньоквартального обсягу, запропонованого Міністерством фінансів на протязі чотирьох попередніх кварталів, якщо рівень активів банку нижче 800 млн. леїв. Отримавши статус дилера, банк повинен сприяти створенню ліквідності вторинного ринку ДЦП, здійснюючи щоквартально угоди в обсязі не менше 1,5% від загального обсягу угод купівлі-продажу ДЦП, здійснених у попередньому кварталі усіма первинними дилерами [32].

В *Угорщині*, претендент на отримання статусу первинного дилера повинен здійснювати торгові операції з державними цінними паперами. Мінімальні вимоги до капіталу – 2 млрд. угорських форинтів для інвестиційних компаній, та 5 млрд. для кредитних інституцій. При цьому величина власного капіталу для інвестиційних компаній не повинна бути меншою 1,5 млрд. угорських форинтів та 2,5 млрд. для фінансово-кредитних установ. Претендент повинен мати репутацію надійного учасника ринку. Отримавши статус первинного дилера, установа повинна здійснювати операції з державними цінними паперами кожні півроку у розмірі не менше 3% від загальнорічного обсягу цінних паперів реалізованих на аукціонах державою [174].

Первинними дилерами у *Литві* можуть бути фінансово-кредитні установи. Організації, що отримали ліцензію в країні, що не є членом ЄС, повинні щонайменше один рік не бути порушником нормативів встановлених органами нагляду, мати капітал не менший ніж 500 млн. євро, або такий розмір капіталу має мати акціонер, що володіє більше ніж 50% голосів у даній установі, мати довгостроковий рейтинг надійності від принаймні одного з таких рейтингових агентств як Moody's Investors Service – A3, Fitch – A-, Standard & Poor's – A-, або такий рейтинг має мати акціонер, що володіє більше ніж 50% голосів у даній установі [166].

Отже однією з ключових вимог яка застосовується при відборі первинних дилерів є фінансова надійність претендента. Критерієм виступає величина капіталу власного або чистого, який розраховується відповідно до міжнародних стандартів. Це пояснюється тим, що здійснювати діяльність в якості первинного дилера є доволі ризикованою справою. На первинному ринку, первинний дилер може в кінцевому підсумку залишитись з великим портфелем цінних паперів, який є або занадто дорогим, або таким, який важко продати, в силу змін ринкових умов, або після аукціону первинний дилер, недооцінивши співвідношення попиту та пропозиції може зазнати втрат

Крім того вимога фінансової стійкості має на меті обмежити можливість діяльності ненадійних установ та знизити ймовірність виникнення фінансових проблем у первинного дилера внаслідок не виконання своїх зобов'язань. Однак, крім вимог до капіталу установ, в європейських країнах застосовується ще й критерій практичного досвіду торговельних операцій з державними цінними паперами у вигляді частки від випущеного обсягу цінних паперів за період який оцінюється.

Такий підхід вимагає не лише фінансової надійності, а й налагодженої взаємодії з інфраструктурними інституціями ринку цінних паперів. Одним з провідних таких елементів є розвинута та прозора функціонуюча в депозитарній системі розрахунково-клірингова діяльність на ринку.

Розрахунково-клірингова діяльність. У світі існують кілька типів організаційної структури клірингових і розрахункових підприємств [50, с. 357- 358]:

1. Повна вертикальна інтеграція трейдингових і посттрейдингових операцій в рамках комерційних компаній. Така структура характерна для бірж Італії, Німеччини, Іспанії. Біржа контролює всі етапи бізнес процесу (кліринг, розрахунки та зберігання), володіючи контрольним пакетом акцій в комерційних організаціях.

2. Горизонтальна інтеграція комерційних компаній. Найбільш яскравим прикладом є клірингова організація CREST, яка є центральним депозитарієм для англійського та ірландського ринків і контролюється учасниками-користувачами послуг цієї установи.

3. Вертикальна інтеграція посттрейдингових послуг в рамках некомерційної організації. Вона характерна для США, де Депозитарна трастова і клірингова корпорація одночасно контролює центральний кліринговий контрагент і центральний депозитарій всіх торгових систем країни. Ці три юридичні особи мають одну групу менеджерів і єдину раду директорів, і об'єднані корпоративні служби (юридичну, фінансову, аудиторську). Існування однієї клірингової організації було оскаржено в суді на основі

антимонопольного законодавства США. Однак суд вирішив, що конкуренція має другорядне значення в порівнянні з ефективністю і стабільністю розрахунково-клірингової інфраструктури.

Отже, розрахунково-клірингова діяльність, як правило, диверсифікована і не сконцентрована в руках держави. Так, в країнах Європи розрахунково-клірингову діяльність здійснюють центральні контрагенти (ЦК). Роль ЦК виконують різні організації, такі як біржі, депозитарії, банківські установи, а також центральні контрагенти, як окремі суб'єкти ринку (табл. 1.2).

Така ситуація склалась внаслідок приватизації депозитарно-розрахункової інфраструктури приватним капіталом, як правило, це були самі учасники депозитарної системи. Таким чином, державні монополії практично зникли з ринку цінних паперів.

Таблиця 1.2 – Форма діяльності та структура власності розрахунково-клірингових установ у країнах Європи

Країна	Форма діяльності розрахунково-клірингової установи	Структура власності
1	2	3
Австрія	Окремий суб'єкт	дві фінансові компанії
Бельгія	Окремий суб'єкт (банк)	фондові біржі, фінансові компанії
Великобританія	Окремий суб'єкт	фондові біржі, фінансові компанії
Угорщина	В структурі депозитарію	центральний банк (53%), фондова та товарна біржа
Німеччина	Окремий суб'єкт	фінансово-інвестиційні компанії та фондова біржа
Голландія	Окремий суб'єкт	фондові біржі, фінансові компанії
Греція	Депозитарій; в структурі біржі	публічна компанія, власниками є банки, приватні та інституційні інвестори
Данія	В структурі біржі; депозитарій	фондові біржі
Іспанія	Окремий суб'єкт; в структурі біржі	публічна компанія власність центрального банку в якій 5,3%,
Італія	Окремий суб'єкт; депозитарій	фондова біржа та комерційні банки
Латвія	Депозитарій	фондова біржа
Кіпр	Фондова біржа	фондова біржа
Польща	Депозитарій	центральний банк, казначейство, фондова біржа (рівні долі)
Португалія	Окремий суб'єкт	фондові біржі, фінансові компанії

Продовження таблиці 1.2

1	2	3
Фінляндія	Окремий суб'єкт; В структурі біржі; Депозитарій	фондові біржі, фінансові компанії
Франція	Окремий суб'єкт	фондові біржі, фінансові компанії
Чехія	Депозитарій	комерційні банки, фінансові компанії.
Швеція	В структурі біржі	фондові біржі

Примітка. Складено за даним [49; 89; 139, с. 20]

Враховуючи вищенаведені особливості регулювання конкуренції та ринків цінних паперів за кордоном, можна сказати, що в Україні доцільно використати практику делегування функцій головного регулятора ринку цінних паперів саморегульвним організаціям, що передбачено в законодавстві Сполучених Штатів Америки. Також можна використати досвід Китаю, США в частині підвищення штрафних санкцій до суб'єктів господарської діяльності, які отримали прибуток від неправомірного використання інсайдерської інформації та маніпулювання на ринку цінних паперів.

Крім того, варто звернути увагу на критерії, яким повинні відповідати, претенденти задля отримання статусу первинних дилерів в США та країнах Європи (Чехія, Греція, Угорщина) та імплементувати відповідні положення у вітчизняну практику з врахуванням особливостей функціонування ринку цінних паперів та економічної системи країни загалом. Також доцільно використати досвід європейських країн при регулюванні вітчизняної системи розрахунково-клірингової діяльності.

Висновки до розділу 1

1. За результатами проведених досліджень можна зробити висновок, що в економічній теорії сформувалось декілька підходів, до тлумачення сутності поняття «конкуренція». Одні автори визначають її як силу, що спонукає ринку до інноваційного розвитку, інші – як суперництво, боротьбу, співпрацю. Майже всі

вони зазначають, що конкуренція спонукає до розширеного відтворення та як найкращого задоволення потреб споживачів.

2. На думку автора, конкуренцію слід розглядати, як суперництво, боротьбу та співпрацю між господарюючими суб'єктами з приводу отримання найкращих умов діяльності, максимізації економічних вигод, що спонукає їх до створення та втілення нововведень і задоволення потреб споживачів.

3. Виходячи з характеристики типів конкурентної структури ринку, яка як правило може приймати форму чистої конкуренції, монополістичної конкуренції, олігополії, чистої монополії, автором сформовано загальну конкурентну структуру ринку цінних паперів, яка відповідає монополістичній конкуренції. Встановлено основні відмінності ринку цінних паперів від товарних ринків за такими ознаками як об'єкти ринку та їх роль в процесі обігу, обсяг ринку та спосіб його формування.

4. Загалом, ринок цінних паперів слід розглядати, як сегмент фінансового ринку країни, який забезпечує інвестиційну функцію, обслуговуючи реальний сектор економіки в частині мобілізації накопичення і перерозподілу грошових ресурсів. Слід зазначити, що складовою частиною ринку цінних паперів виступає фондовий ринок, який за своєю суттю є ринком акцій. Автор наголошує, що рівнозначність використання понять «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок», можна вважати вірною лише з точки зору практичного застосування.

5. Конкурентні відносини на ринку цінних паперів автором визначено як взаємодію, суть якої полягає в суперництві, боротьбі та співпраці між професійними учасниками ринку цінних паперів в процесі надання фінансових послуг, з метою отримання прибутку.

6. Формування конкурентних відносин відбувається в межах конкурентного середовища, яке створюється у відповідності до конкурентної політики держави. Ефективність конкурентного середовища передбачає наявність рівних умов та можливостей, для ведення господарської діяльності всіма учасниками

ринку. До інституціональних умов його функціонування автор відносить правове, інституційне та інвестиційне забезпечення.

7. В дисертації, на основі застосування методичних рекомендацій розроблених Міжнародною організацією комісій з цінних паперів, уточнено основні умови розвитку та принципи регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів. Визначено основні бар'єри, що заважають їх реалізації, до яких віднесено перешкоди адміністративного, правового, регуляторного, фінансового та інформаційного характеру.

8. Встановлено, що суб'єктами, які здійснюють регуляторний вплив на формування та розвиток конкурентних відносин, виступають державні органи влади та саморегулівні організації (які знаходяться під регуляторним впливом держави, зокрема комісії, що проводить регулювання ринку цінних паперів). Об'єктом регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів виступає діяльність учасників ринку в процесі надання фінансових послуг щодо операцій з цінними паперами. На цій основі сформовано структурно-логічну схему процесу ефективного регулювання конкурентних відносин на вітчизняному ринку цінних паперів.

9. Виявлено, що важливим завданням в регулюванні конкурентних відносин на ринку цінних паперів є протидія маніпулюванню, в силу того, що маніпулятивні дії порушують умови добросовісної конкуренції, стримують процеси інвестування, що спричиняє виникнення економічних диспропорцій.

10. На основі аналізу світового досвіду регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів, встановлено, що при вдосконаленні вітчизняної системи регулювання, яка б забезпечувала дотримання добросовісних конкурентних відносин, необхідно використовувати міжнародний досвід. Однак, його потрібно адаптовувати до особливостей функціонування національного господарства України.

РОЗДІЛ 2

СТАНОВЛЕННЯ ТА ТРАНСФОРМАЦІЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

2.1 Сучасні тенденції регулювання конкурентних відносин на організованому ринку цінних паперів в Україні

Згідно із законодавством, організований ринок цінних паперів в Україні, представлений фондовими біржами. Саме тут є можливість здійснювати контроль та застосовувати регуляторні механізми, які направлені на максимальне сприяння мобільності фінансового капіталу та формування реальних ринкових цін на фінансові активи.

Фондові біржі є професійними учасниками ринку цінних паперів, які на підставі ліцензії, здійснюють діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, яка визначається як діяльність із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регуляторних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення та виконання договорів, щодо фінансових інструментів, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі [28].

На кінець 2013 року на вітчизняному ринку цінних паперів функціонувало 10 фондових бірж: ПАТ «Київська міжнародна фондова біржа», ПАТ «Придніпровська фондова біржа» ПАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПАТ «Українська міжнародна фондова біржа»; ПАТ «Українська фондова біржа», ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа», ПАТ

«Українська біржа», ПАТ «Фондова біржа «ІННЕКС», ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» [108].

Дослідження процесів регулювання конкурентних відносин на організованому ринку цінних паперів доцільно проводити за показниками результатів діяльності, які обумовлюють особливості його функціонування. До них слід віднести: обсяги торгівельної діяльності здійсненої на торгівельних майданчиках, рівень капіталізації вітчизняних фондових бірж, економічну концентрацію, фрагментарність ринку, тарифну політику фондових бірж, контроль за використанням інсайдерської інформації та методи виявлення маніпулятивних дій.

Торгівельна діяльність. На розвиток та масштабність будь якого ринку, в тому числі і ринку цінних паперів, впливає наявність конкуренції. Конкурентні засади діяльності повинні лежати в основі функціонування фондових бірж, як організацій, що інфраструктурно забезпечують перерозподіл фінансових ресурсів. Відповідно, моніторинг конкурентних відносин в сфері діяльності організаторів торгівлі цінними паперами повинен бути невід'ємною складовою регуляторної діяльності держаних органів влади.

В Україні фондові біржі забезпечують виконання незначних обсягів торгівельної діяльності. Незважаючи на те, що за період з 2004-2013рр. показник обсягів угод укладених на торгівельних майданчиках продемонстрував позитивну динаміку, основний масив операцій з цінними паперами в Україні, відбувається поза межами організованого ринку (рис.2.1).

До причини, що зумовлюють таку ситуацію, на нашу думку можна віднести низьку якість цінних паперів вітчизняних емітентів, що передбачає слабкий рівень розвитку підприємств, їх не конкурентоздатність, відсутність інноваційного фактору в системі стратегічного менеджменту, а також небажання працювати прозоро, незацікавленість в залученні інвестицій та перерозподілі прав власності на активи.



Рисунок 2.1 – Обсяг торгів на ринку цінних паперів та обсяг виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі

Примітка. Складено за даними [108]

Позитивною тенденцією останніх років у розвитку конкурентних відносин на вітчизняному ринку цінних паперів є зростання частки організованого ринку в загальному обсязі всіх здійснених торговельних операцій (рис 2.2).

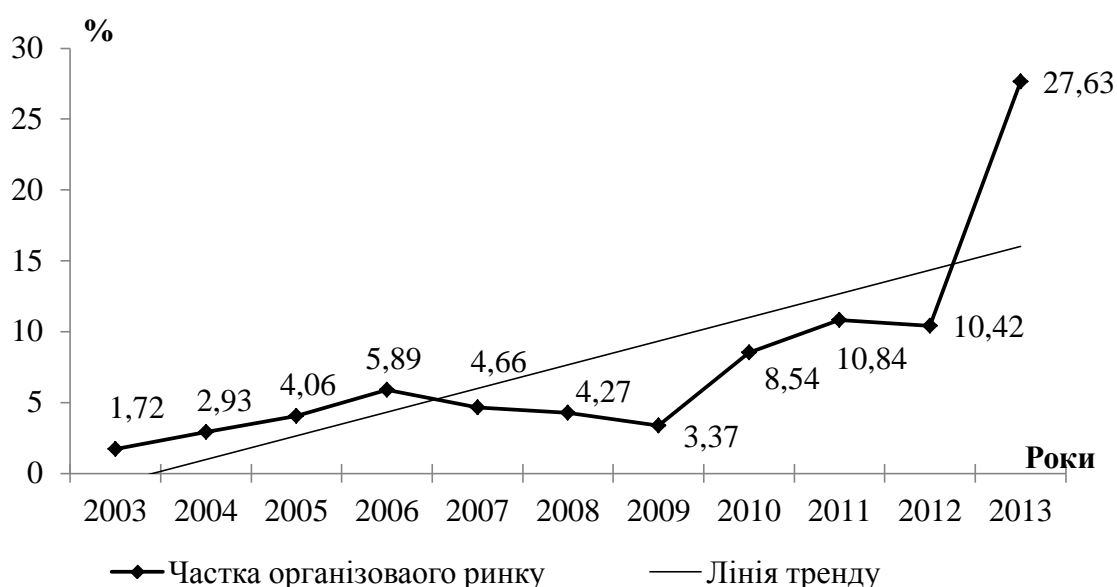


Рисунок 2.2 – Динаміка частки біржового ринку в загальній структурі торгів цінними паперами

Примітка. Складено за даними [108]

Отже, відкритий продаж фінансових інструментів на фондових біржах з кожним роком демонструє динаміку їх зростання, проте обсяг такої торгівельної діяльності залишаються ще досить малим. Так, в кожному з досліджуваних періодів, до 2013 року, частка виконаних угод з цінними паперами за безпосередньої участі організаторів торгів коливалась майже від 2% до 11%. Однак у 2013 році відбулось збільшення цього показника з 10,42% до 27, 63%.

Стрімке підвищення частки обсягу торгів здійснених на фондових біржах, протягом 2013 року, може бути пояснено введенням акцизного податку на операції з цінними паперами, відповідно до Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого вдосконалення адміністрування податків та зборів» [25]. Так, передбачено обкладання податком продаж цінних паперів поза фондовою біржею, тобто цінних паперів, що не перебувають у біржовому реєстрі в розмірі 1,5 відсотка від суми операції. Таким чином це сприяло перенесенню, учасниками ринку, небажаючих платити цей податок, виконання торговельних операцій саме на біржовий ринок цінних паперів.

Проте вітчизняний ринок цінних паперів досі, слабо виконує функцію конкурентної трансформації накопиченого капіталу в інвестиційні ресурси на транспарентних засадах, так як лєвова частка всіх торгів відбувається поза фондовими біржами.

Капіталізація фондового ринку. Критерієм визначення рівня розвитку конкурентних відносин ринку цінних паперів є капіталізація фондових бірж. Слід відмітити, що на фондовому ринку формується саме фіктивна капіталізація, яка визначається на основі добутку поточної ринкової вартості акцій підприємства, що їх випустило та кількості таких цінних паперів, що перебувають в обігу.

У період з 2004 року по 2007 рік, на фоні економічного піднесення національного господарства, стабільну тенденцію до зростання демонстрував показник капіталізації лістингових компаній (компанії, акції яких торгуються у відповідності до лістингових списків бірж) фондового ринку України. Так за цей період в абсолютному вимірі він зріс практично на 100 млрд. дол. США. Однак

світова криза вкрай негативно вплинула на обсяг капіталізації вітчизняного фондового ринку, що підтверджується стрімким падінням цього показника, як у світі так і в Україні (рис. 2.3 та рис.2.4).

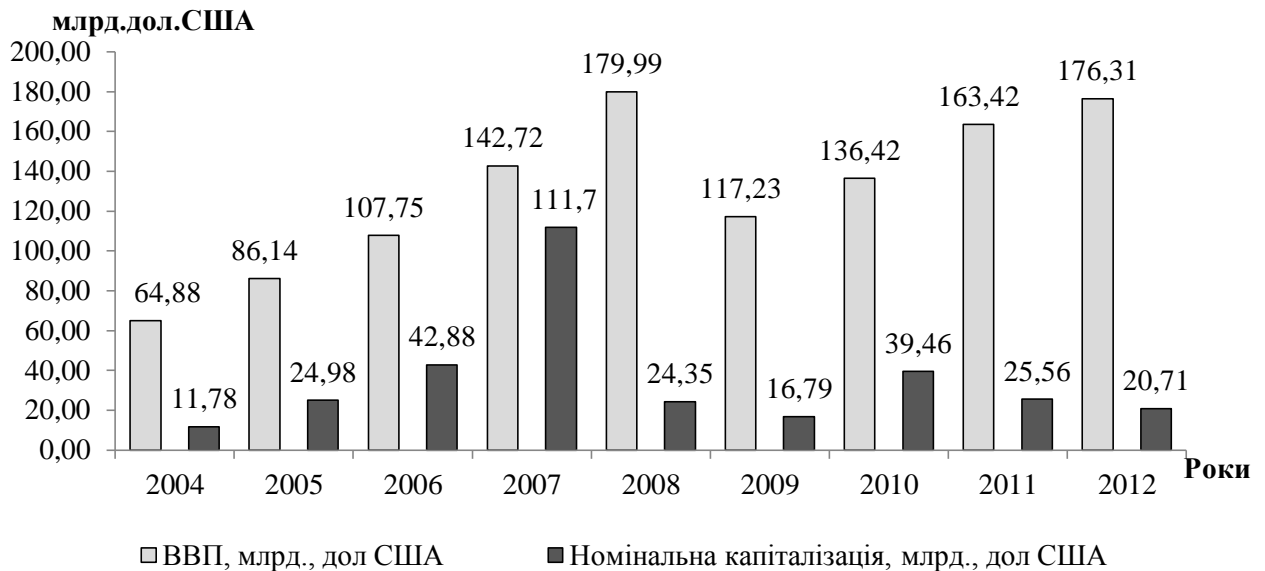


Рисунок 2.3 – Динаміка ВВП та капіталізації вітчизняного фондового ринку

Примітка. Складено за даними [170; 178]

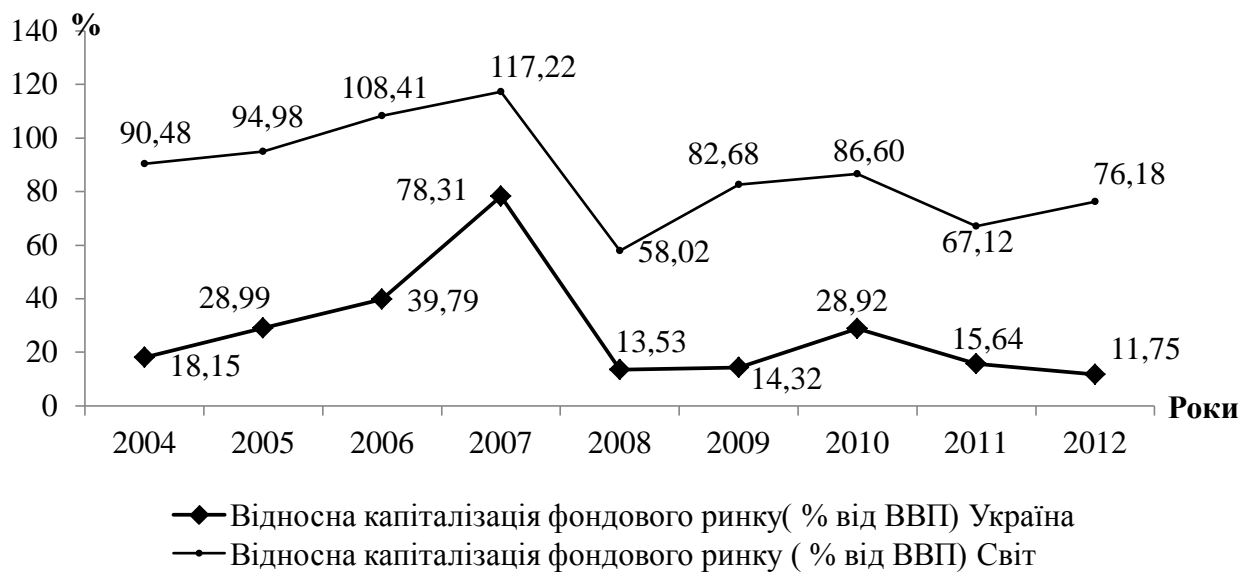


Рисунок 2.4 – Динаміка відносної капіталізації фондового ринку у світі та в Україні

Примітка. Побудовано за даними [170; 178]

Рівень капіталізації українського фондового ринку в період з 2008-2012 був надзвичайно малим, по відношенню до ВВП, і в 2012 році становив всього 11,75%. В той час як середнє значення цього показника в світі сягало 76,18%. Загалом відставання у капіталізації вітчизняного фондового ринку порівняно з середнім показником у світі за період 2004-2012 рр. становить близько 60 відсоткових пунктів.

Результати проведеного дослідження показують, що між відносним рівнем капіталізації світового фондового ринку та відносним рівнем капіталізації фондового ринку України існує тісний кореляційний зв'язок (рис. 2.5).



Рисунок 2.5 – Залежність між капіталізацією світового фондового ринку та капіталізацією фондового ринку України

Примітка. Побудовано автором

Цей зв'язок може бути описаний наступною показниковою залежністю:

$$y = 1.8217e^{0.0291x} \quad (2.1)$$

Змінна y відображає відносну капіталізацію фондового ринку України, змінна x відображає відносну капіталізацію світового фондового ринку.

Коефіцієнт детермінації моделі становить $R^2 = 0,778$, критерій Фішера $F = 27.966$, що набагато перевищує критичне значення $F_{kp} = 5,32$. Це свідчить, що модель є адекватною у цілому. Але дослідження статистичної значущості коефіцієнтів за критерієм Стьюдента показало, що значущим є лише показниковий коефіцієнт моделі. У зв'язку з цим модель (2.1) потребує доопрацювання, тому удосконалена модель, без вільного члена, має вигляд:

$$y = e^{0.0357x} \quad (2.2)$$

Результати дослідження свідчать, що коефіцієнт детермінації моделі становить $R^2 = 0,992$, критерій Фішера $F = 1107,897$, критерій Стьюдента $t = 33,29$, що набагато перевищує критичне значення $t_{kp} = 2,31$. Отже модель (2.2) є адекватною і може бути використаною для прогнозування.

Після 2008 року, коли фондовий ринок України фактично обвалився, внаслідок світової фінансової кризи, відбувалось його поступове зростання. У 2010 році рівень капіталізації значно зріс, що, насамперед, пов'язано із збільшенням кількості цінних паперів емітентів, які пройшли процедуру лістингу. Однак зростання ВВП у 2011 та 2012 році порівняно з капіталізацією лістингових компаній відбувалось швидшими темпами, що зумовило зниження показника капіталізації фондового ринку України.

Отже загальний рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку знижується. Тут необхідно відзначити зменшення долі ПАТ «Українська біржа» та біржі ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», де здійснюється основний масив операцій з акціями провідних вітчизняних емітентів. В загальному показники капіталізації фондового ринку України не можна вважати об'єктивними з наступних причин: концентрація угод переважно в позабіржовому ринку, поширення закритих акціонерних підприємств (на початок 2013 року в Україні зареєстровано 18008 приватних та закритих акціонерних товариств, що становить

71,3% від загальної кількості акціонерних товариств [108]), дуже низька питома вага емітентів, акції яких включені в котирувальні та позалістингові біржові списки на організаторів торгів, низька активність торгів пайовими цінними паперами [19, с.120].

Економічна концентрація. Оцінити інтенсивність конкуренції між фондовими біржами можна, використовуючи методи оцінки економічної концентрації (табл. 2.1), а також криву Лоренца (Додаток А).

Так, кількість фондових бірж на ринку за аналізований період варіювалась, проте такі варіації були не суттєвими, останні 4 роки на ринку цінних паперів функціонує 10 торговельних майданчиків. Оцінюючи коефіцієнти концентрації (CR3) та (CR4) можна стверджувати, що з 2004 по 2008рр., ситуація на ринку була близька до монополії. У 2009 році збереглась висока концентрація, однак ринок біржових послуг був олігопольним (табл.2.2).

З 2010 року по 2013 рік, знову прослідковується тенденція до поступової монополізації біржових послуг ринку цінних паперів. Відповідно до коефіцієнту Херфінделя – Хіршмана (ННІ) протягом всього досліджуваного періоду значення цього показника було в межах 1800-10000, що свідчить про те, що ринок фондових бірж в Україні висококонцентрований. Однак у 2006 році, згідно з значеннями показника ННІ – 9286,95, ринок був фактично монополізований.

Індекс Хола-Тайдмана показує, що на ринку існує високий рівень концентрації, найбільший рівень якої був у 2006 році – 0,86. Найменший рівень невизначеності, відповідно до коефіцієнту ентропії припадає на 2006 рік, що свідчить про високий рівень економічної концентрації. З 2009 року спостерігається незначне зростання коефіцієнту ентропії, однак його значення залишається дуже малим, що свідчить про варіацію від стану олігополії до монополії. Аналогічні висновки можна зробити і на основі індексу максимальної частки. Відповідно до граничних меж якого з 2004 по 2009 рік ринок фондових бірж був практично монополізований. З 2009 по 2012 рік ринок характеризувався олігополією.

Таблиця 2.1 – Методи оцінки економічної концентрації

Показники	Розрахунок	Критерії оцінювання
Коефіцієнт концентрації (CR3)	$CR_i = \sum_{i=1}^n \frac{S_i}{S_{sum}} \cdot 100$	0 - концентрація відсутня, (досконала конкуренція); 0-50 – слабка концентрація, (коливання від досконалої конкуренції до олігополії); 50-80 – середня концентрація, ринок олігопольний; 80-100 – висока концентрація, ринок коливається від олігопольного до монопольного; 100% – ринок монополізований.
Коефіцієнт концентрації (CR4)	де S_i – обсяг реалізації продукції(надання послуг) і-тої фірми, млн.грн. S_{sum} – загальний обсяг реалізації продукції(надання послуг) в галузі. n – кількість фірм в галузі	
Коефіцієнт Херфінделя – Хіршмана (ННІ)	$ННІ = \sum_{i=1}^n x_i^2$ <p>де, x_i^2 – частка і-того підприємства на ринку; n – загальна кількість підприємств на ринку.</p>	ринок є високо конкурентним при ННІ нижче 1000; ринок є олігопольним (середній рівень концентрації) при варіації ННІ від 1000 до 1800; ринок наближається до монопольного (висококонцентрованого), якщо ННІ коливається від 1800 до 10000; ринок монополізований, якщо ННІ - 10000.
Індекс Хола-Тайдмана (НТ)	$НТ = \frac{1}{2 \sum_{i=1}^n R_i q_i - 1}$ <p>де, n – кількість фірм на ринку; R_i – ранг і-тої фірми на ринку (1,2,3..., для найбільш крупної $R=1$); q_i – частка і-тої фірми на ринку.</p>	В умовах наявності монополії на ринку коефіцієнт досягає свого максимального значення (НТ (max) = 1). Його мінімальне значення для ринку досконалої конкуренції НТ (min) = 0
Коефіцієнт ентропії (Е)	$E = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n q_i \ln\left(\frac{1}{q_i}\right)$ <p>де, q_i - частка і-тої фірми на ринку, що досліджується; n – кількість суб'єктів, що здійснюють діяльність на ринку</p>	Чим більше коефіцієнт ентропії, тим більше економічна невизначеність, тим нижче рівень концентрації продавців на ринку.
Індекс максимальної частки $I_{d(max)}$	$I_{d(max)} = \frac{Q_{max} - \bar{Q}}{Q_{max} + \bar{Q}}$ <p>де, Q_{max} – максимальна частка ринку; \bar{Q} – середнє арифметичне значення ринкових часток на ринку.</p>	При значенні індексу: – від 1 до 0,75 – ринок монопольний; – від 0,75 до 0,50 – ринок олігопольний; – від 0,50 до 0,25 – ринок монополістичної конкуренції; – від 0,25 до 0 - ринок конкурентний.

Примітка. Складено за даними [41, с.69; 148,с.11-19; 169; 13, с. 39; 193]

Таблиця 2.2 – Оцінка концентрації фондових бірж на ринку цінних паперів України

Показник Рік	Кількість організаторів торгівлі	(CR3)	(CR4)	(ННІ)	(НТ)	(Е)	$I_{d(max)}$
2004	10	93,13	95,34	5849,065	0,50	0,089	0,764
2005	10	94,62	96,18	7814,923	0,61	0,056	0,796
2006	11	98,68	99,44	9286,95	0,86	0,019	0,828
2007	9	96,62	97,88	7714,555	0,66	0,061	0,775
2008	10	96,79	98,19	8129,354	0,68	0,048	0,780
2009	11	79,57	84,56	2671,506	0,25	0,148	0,587
2010	10	94,50	96,53	3382,475	0,36	0,124	0,614
2011	10	98,30	99,18	3279,797	0,35	0,118	0,545
2012	10	98,20	99,06	4283,282	0,46	0,101	0,691
2013	10	93,95	96,44	5127,961	0,48	0,095	0,723

Примітка. Складено автором

Отже, всі показники характеризують подібну тенденцію, так як згідно результатів отриманих на їх основі, можна вивести узагальнюючий висновок – в останні роки відбувається перерозподіл обсягу торгів на фондових майданчиках. Якщо раніше практично всі операції були сконцентровані на одній біржі, то з 2009 року фактично вони сконцентровані на трьох організаторах торгівлі.

Результати проведеного дослідження свідчать, що на українському ринку цінних паперів відбувається загострення конкурентних відносин між організаторами торгівлі за підвищення своєї частки в загальному обороті торговельних операцій з фінансовими інструментами.

Так, фондова біржа ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», яка тривалий час була флагманом вітчизняного ринку, внаслідок різних причин, зокрема й через зміну політичної влади, почала поступово втрачати свої позиції (рис. 2.6). Якщо у 2008 році доля ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» у загальній структурі виконаних договорів на ринку цінних паперів становила 90%, то у 2013 всього 23,8%. Зниження частки ринку в обсязі торговельних операцій ПАТ «Українська

біржа» та ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», як основних майданчиків де відбувається торгівля акціями українських емітентів, є свідченням того, що біржовий ринок акцій в Україні поступово зменшує свою частку в загальній структурі.

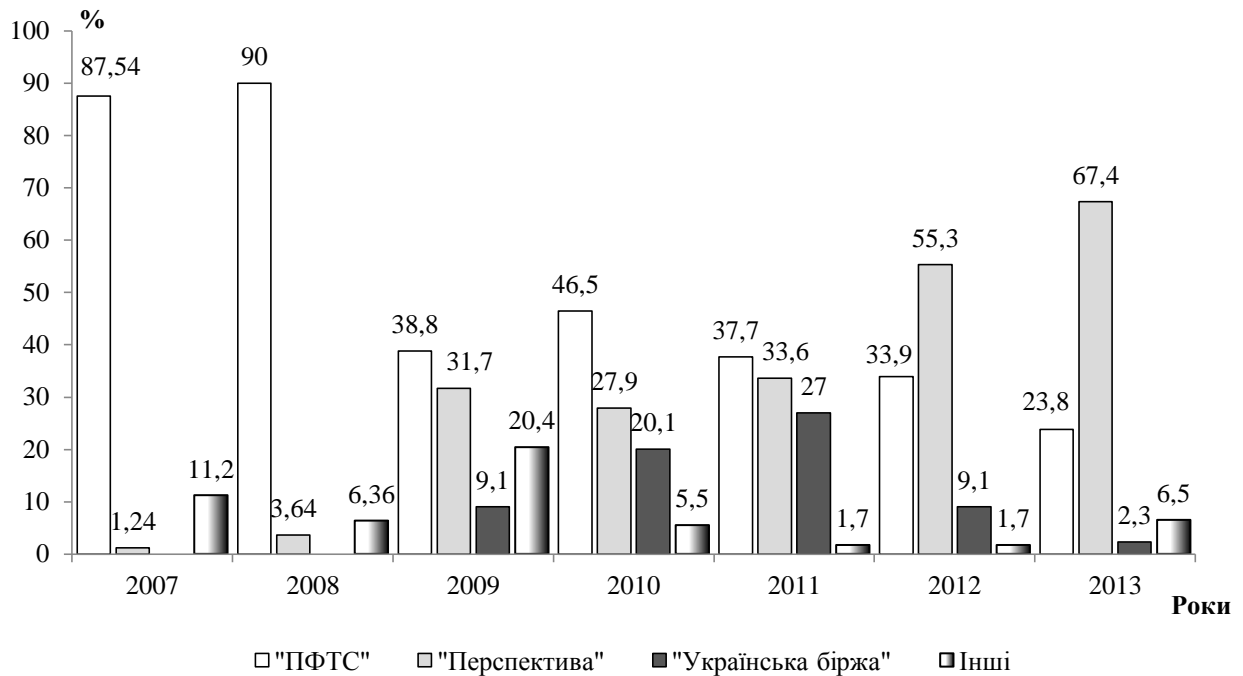


Рисунок 2.6 – Розподіл обсягу виконаних біржових контрактів на біржовому ринку цінних паперів України

Примітка: складено за даними [108]

Суттєво наростила свої позиції ПАТ «Фондова біржа «Перспектива», доля ринку якої у 2009 році становила 37,1%, а у 2013 – 67,4%. Перш за все це пояснюється тим, що лєвова доля біржових операцій з державними цінними паперами України відбувається безпосередньо на цій біржі. Причому частка ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» в цьому сегменті щорічно зростає (табл.2.3).

У випадку, коли така тенденція буде продовжуватись, то на вітчизняному біржовому ринку цінних паперів, може відбутись просто зміна назви одного торговельного майданчика на назву іншого, який фактично одноосібно

сконцентрує весь обсяг біржових операцій на ринку цінних паперів України, так як це було у 2008 році.

Таблиця 2.3 – Структура біржових контрактів виконаних на фондових біржах ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» за період 2007-2013 рр.

Показники	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Акції, %	38,7	31,30	37,60	40,1	33,6	8,87	9,5
Облігації підприємств,%	49,40	44,00	19,60	5,1	9,1	9,98	10,4
Державні облігації України,%	7,90	22,60	22,70	46,4	42,1	67,78	74,02
Частка обсягу операцій з державними облігаціями України ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»	0,00	0,00	3,62	10,3	22,5	58,90	79,8
Частка обсягу операцій з державними облігаціями України ПАТ «Фондова біржа «ПФТС»	100	100	93,70	89,3	76,85	41,05	19,4

Примітка. Складено за даними [108]

Бурхливий розвиток інформаційних технологій значно сприяє автоматизації практично всіх аспектів біржової діяльності, значною мірою загострює не цінову конкурентну боротьбу на ринку організаторів торгівлі. Так, фондова біржа ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» першою в Україні реалізувала ринок заявок «self-listing» (2010 рік), модель клірингу та розрахунків через спеціалізовану небанківську платіжну систему (2009 рік), зареєструвала специфікації (2011 рік) і запустила в оборот процентні термінові контракти (2012 рік) [145].

Крім того, динамічний рух грошових коштів в міжнародному масштабі, пов'язаний з розвитком глобалізаційних процесів, більшою відкритістю і дерегулюванням фінансових ринків, підвищує рівень інтенсивності конкуренції між біржами, які існували в умовах закритого ринку. Враховуючи вищезазначене, вітчизняні фондові біржі повинні виконувати ряд завдань, пов'язаних з методами нецінової конкурентної боротьби [58]:

– активне позиціювання організатора торгівлі на ринку, що передбачає утримання ринкової ніші за рахунок розширення набору послуг (основних та супутніх), гнучкої цінової політики, найповнішого задоволення потреб клієнтів.

– пошук нових джерел для фінансування свого розвитку, адже зміни в інформаційних технологіях, вдосконалення технічного оснащення, обумовлює потребу в постійному оновленні біржової системи, а це потребує значних капіталовкладень

– вдосконалення та розвиток системи біржового маркетингу, розробка стратегій, тактик поведінки на ринку в умовах наростаючої конкурентної боротьби.

Тарифна політика і прибутковість. Поряд з неціновими методами конкуренції активно використовується цінові, які загалом є основним засобом конкурентної боротьби між суб'єктами господарювання, що функціонують на одних і тих самих сегментах ринку.

Так, в конкурентній боротьбі за лідируючі позиції на організованому ринку цінних паперів України, значну роль відіграла й тарифна політика вітчизняних фондових бірж. (табл. 2.4).

Найбільш вигідні умови функціонування надає біржа ПАТ «Перспектива». Однак в лідерстві цієї фондової біржі, окрім очевидних якісних змін як в структурі самого організатора торгівлі, прослідковуються негативні явища. Зокрема за об'ємом торгів з акціями ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» випередила навіть ключову біржу в цьому сегменті ринку – ПАТ «Українська Біржа», лідерами торгів на якій залишаються блакитні фішки вітчизняного ринку цінних паперів (акції компаній «Мотор Січ», «Центр Енерго», «Азовсталь»).

В той час як на біржі ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» достатньо велику частку в загальному обсязі торгів посідають акції компаній з якими пов'язують саму біржу («Сучасні кредитні технології», «Академія інвестментс») і навіть акції самої біржі. Така схема може використовуватись для штучного збільшення об'єму торгів з метою завоювання іміджу крупного торгівельного майданчика.

Таблиця 2.4 – Тарифи на послуги окремих фондових бірж України у 2013 році

Біржа	Тарифна політика
ПАТ «Фондова біржа «ПФТС»	Торговельний термінал – 500 одноразово та 1 000 грн./місяць. Участь НБУ у торгах ОВДП - 2 грн./од. (за фактом). Включення цінного паперу до біржового списку – 500 грн. Одноразово. Надання довідкової інформації щодо результатів торгів на біржі іншим особам, ніж учасники торгів або емітенти, цінні папери яких перебувають в біржовому списку ПАТ «Фондова біржа ПФТС» – 100 грн.
ПАТ «Українська біржа»	Торговельний термінал – 1800 грн. (одноразово)+ПДВ та 600 грн. (щомісяця)+ПДВ. Проведення початкової експертизи на відповідність цінного папера та показників емітента вимогам лістингу і допуск цінного паперу до біржового списку - 500 грн.
ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»	Плата за право використання Торгового терміналу - 1 грн. (одноразово при укладанні договору), Участь Національного банку України у торгах державними облігаціями України - 1грн.(щоквартально). Включення цінного паперу до біржового реєстру 150 грн., за кожний факт допуску до торгів та включення до біржового реєстру. Надання довідок про біржовий курс та інші результати котирування – 50 грн. За кожний робочий день, що входить до складу періоду, за який надається звіт довідка
ПАТ «Київська міжнародна фондова біржа»	Плата за внесення цінних паперів до біржового списку плата за внесення цінних паперів до біржового списку 170 грн. Одноразово. Плата за надання письмової інформації про емітента та його цінні папери для фізичних та юридичних осіб (які не є членами біржі) 170 грн. (за 1 календарний місяць)
ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа»	Біржовий збір за допуск цінних паперів до обігу на біржі та включення їх до біржового списку – 150 грн. Плата за надання письмової інформації про емітента та його цінні папери (біржові курси, підсумки торгів, тощо) для осіб, які не є членами біржі – 3 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян за одного емітента
ПАТ «Українська фондова біржа»	Біржовий збір за внесення цінних паперів емітента до біржового реєстру – 170 грн. Письмова довідка про емітента та його цінні папери (біржові курси тощо) одноразово (за кожну сторінку інформації формату А4) - 17 грн.
ПАТ «Українська Міжнародна Фондова Біржа»	Надання біржової довідки, біржового повідомлення (письмова інформація про емітента та його цінні папери, біржовий курс, тощо) 150-200 грн. За одного емітента. Внесення цінного паперу до біржового списку 150 грн.

Примітка. Складено за даними [9;10; 79; 123; 124; 125; 126]

Починаючи з 2008 року вітчизняні фондові біржі демонструють зниження своєї ефективності, що впливає з негативних результатів їх фінансової діяльності. Так, з найбільш прибуткового організатора торгівлі, фондова біржа ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» перетворилась на саму збиткову торговельну площадку, в порівнянні з іншими крупними біржами.

Внаслідок відтоку клієнтів з ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», в тому числі і через нестабільну ситуацію в керівництві біржі, відбулось зменшення обсягу здійснюваних операцій, що зумовило негативні фінансові результати в діяльності організатора торгівлі, порівняно з іншими ключовими торговельними майданчиками вітчизняного ринку цінних паперів (рис.2.7).

Різке зростання рівня прибутковості біржі у 2013 році обумовлене наявністю у цьому періоді фінансових доходів не пов'язаних з основною успішною діяльністю біржі в конкурентній боротьбі, так як за результатами операційної діяльності у 2013 році біржа отримала збиток в розмірі 9,244 млн.грн.

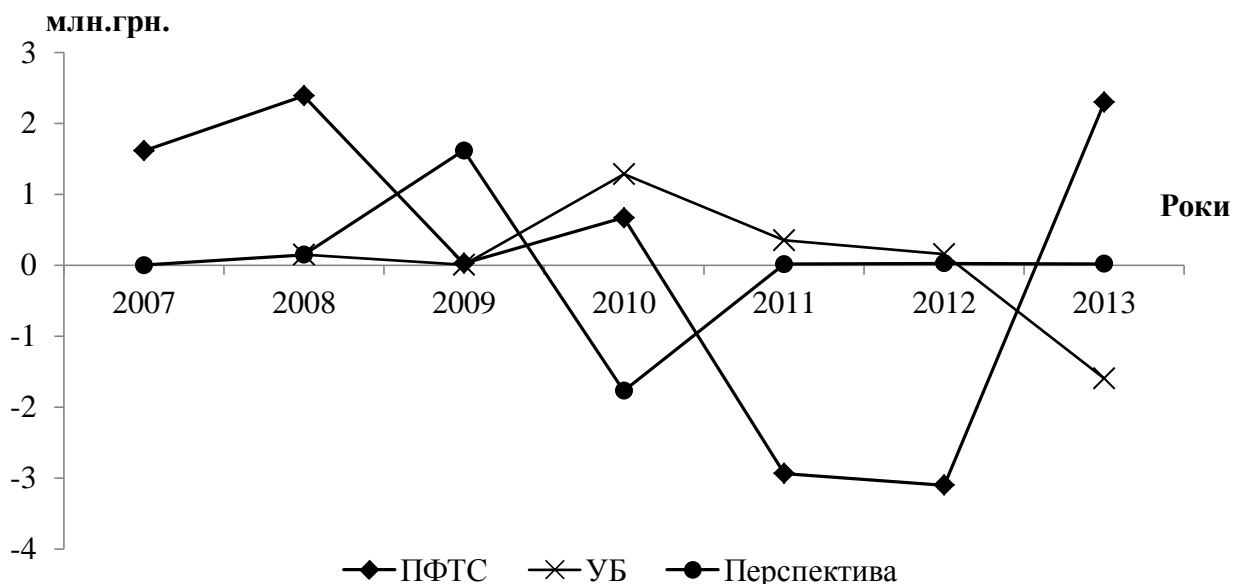


Рисунок 2.7 – Динаміка прибутковості найбільших фондових бірж України

Примітка. Складено за даними [1; 30; 31]

Необхідно відмітити, що найбільшим акціонером і ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», і ПАТ «Українська біржа» є російська «Московська біржа», яка близько 57% доходу заробляє на розміщенні залишків коштів, зарезервованих під торги (це найбільший показник серед світових фондових майданчиків). В Україні основний зарібок фондових майданчиків складається з плати за доступ до торгів, включення цінних паперів до біржового списку, комісійних за здійснення угод і доходів від продажу інформації. При цьому комісійний дохід за здійснення угод за минулий рік скоротився внаслідок зниження активності торгів акціями. Адже, як правило, торгівля ОВДП здійснюється великими лотами, в кілька мільйонів гривень, однак угод на цьому ринку укладається менше [135].

Фрагментарність ринку. Поділ сукупного попиту і пропозиції за ізольованими один від одного організаторам торгівлі порушує основний принцип справедливого конкурентного ціноутворення – повноту взаємодії заявок на купівлю та продаж цінних паперів. Описана ситуація отримала в усталених термінах західної фінансової науки таке визначення, як фрагментарність фондового ринку. Фрагментарність – одна з характеристик конкурентних відносин ринку цінних паперів, що виражається в існуванні кількох центрів для торгівлі однієї і тієї ж цінним папером і допускає одночасне існування кількох цін на папір одного емітента. Наявність фрагментарності ускладнює процес визначення справедливої ринкової оцінки вартості підприємства [128, с. 76].

Вітчизняному фондовому ринку теж притаманна наявність фрагментарності. Акції одних і тих же українських емітентів торгуються на ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та ПАТ «Українська Біржа». Крім того, такі цінні папери формують індекси, що розраховуються цими організаторами торгівлі, тобто є складовими індексного кошику (табл.2.5).

Таблиця 2.5 – Фрагментарність вітчизняного фондового ринку

Назва емітента	Індексна ціна акції на біржі, на кінець року, грн.									
	2009		2010		2011		2012		2013	
	ПФТС	УБ	ПФТС	УБ	ПФТС	УБ	ПФТС	УБ	ПФТС	УБ
Алчевський металургійний комбінат	0,1366	0,1359	0,22	0,22	0,099	0,099	0,0561	0,054	0,039	0,0387
Авдіївський коксохімічний завод	11,285	10,55	14,8	14,86	6,068	6,082	3,354	3,335	2,99	3,02
МК Азовсталь	2,6825	2,7	2,861	2,862	1,37	1,37	0,741	0,739	0,665	0,665
Райффайзен Банк Аваль	0,2458	0,2479	0,392	0,396	0,129	0,131	0,087	0,086	0,112	0,112
Центренерго	9,475	9,496	14,67	14,67	8,386	8,448	6,34	6,29	4,735	4,745
Донбасенерго	55,14	54,91	67,41	71,1	27,86	27,22	21,26	21,19	27,12	27,03
Снакієвський металургійний завод	168,16	168,3	173,67	173,9	68,26	68,30	39,09	38,86	32,61	32,64
Мотор Січ	1644,5	1648,6	2967,6	2974,2	2154,3	2204	2181,5	2196,2	1810,5	1799,2
Укрнафта	168,59	168,54	595,85	595,81	313,46	363,2	120,7	119,25	108,25	108,27
Укрсоцбанк	0,3515	0,3535	0,553	0,555	0,167	0,166	0,128	0,129	0,1882	0,1884

Примітка. Складено за даними [34; 37]

Тобто вітчизняний фондовий ринок характеризується ізоляцією інтересів на купівлю-продаж цінних паперів. Це спричинює інформаційну асиметрію, що в свою чергу підсилює невизначеність стосовно цінових очікувань покупців і продавців, призводить до підвищеного коливання рівня цін на акції в умовах поділу загальної ліквідності ринку на ізольовані фрагменти. З іншої сторони цей процес втягує фондові біржі в конкуренцію за залучення на свою користь якомога більшого потоку заявок на проведення операцій. Таким чином, можна зробити висновок, що фрагментарність ринку має як позитивні так і негативні сторони.

Так, фрагментарність змушує організаторів торгів знижувати вартість своїх послуг, стимулює до імплементації інноваційних технологій в процесі торгівлі, підвищує інтерес з сторони потенційних учасників до ринку в цілому. В той же час, формує можливості розвитку недосконалих форм конкуренції, що

підсилюють негативний вплив фрагментарності, розпорошує загальну ліквідність ринку на окремі сегменти [128, с. 75].

Інсайдерська інформація. Необхідно відмітити, що ефективність фондової біржі як інфраструктурної інституції, яка забезпечує організацію торгів, повинна проявлятися в можливості забезпечення прозорого ціноутворення та рівних умов проведення біржових операцій, однакових можливостей для всіх учасників торговельного майданчика. Ключову роль в цьому відіграє контроль за використанням інсайдерської інформації (відомості про емітентів, їх цінні папери, використання яких може впливати на ціну цінних паперів) та механізми протидії маніпулюванню.

Важливим кроком у розвитку цього напрямку стало ухвалення Проекту рішення «Про затвердження Порядку виявлення та подання фондовими біржами НКЦПФР інформації про операції з цінними паперами та/або похідними (деривативами) у разі підозри використання інсайдерської інформації» [85].

Всі фондові біржі зобов'язані виявляти угоди, в яких могла б бути використана інсайдерська інформація, і повідомляти про свої підозри регулятору. На основі отриманої інформації НКЦПФР встановлює факти неправомірного використання інсайдерської інформації.

Такі умови дозволяють ретельніше регулювати та контролювати конкурентні відносини та діяльність торговців, а комісії – оперативно реагувати на інформацію про укладення нестандартних угод, з незаконним використанням інсайдерської інформації та маніпулюванням.

Також ухвалений порядок передбачає, що біржі повинні відслідковувати різкі зміни цін на ринку і повідомляти про це регулятора. Зокрема, моніторингу підлягають: відхилення поточної біржової ціни від ціни закриття попередньої торгової сесії і ціни останньої біржової угоди, відхилення ціни біржової угоди від поточної ціни, відхилення біржового курсу цінних паперів або деривативів на певне значення. При цьому ліміти таких відхилень біржі встановлюють самостійно. У випадку, коли встановлений ліміт буде

перевищений, фондовий майданчик повинен буде в одноденний термін оповістити про це НКЦПФР [136, с. 38-39].

Таким чином, існує тенденція до часткової децентралізації регуляторних повноважень в частині забезпечення ефективного конкурентного середовища на біржовому ринку цінних паперів з боку НКЦПФР, що на нашу думку, є доволі позитивним явищем. Адже фондові біржі в конкретних аспектах здатні краще регулювати ринок цінних паперів ніж органи державної влади.

Біржі зацікавлені в створенні безпечного середовища для інвесторів, це робиться з метою забезпечення найбільш привабливих умов здійснення діяльності і тим самим залучення більшої кількості учасників до торговельних операцій на біржі, на умовах гарантування, чесності прозорості та справедливості в ціноутворенні та укладенні угод. Це забезпечує розвиток конкуренції при здійсненні торгівельної діяльності.

Крім того, працюючи в умовах конкурентної боротьби, біржі змушені створювати найбільш оптимальні регуляторні положення, порівняно з контролюючими органами держави. Більше того, біржі безпосередньо працюють в сфері, яку потрібно регулювати, тому вони самі визначають яким чином та які методи потрібно застосовувати при здійсненні регулювання конкурентних відносин.

Виявлення маніпулювання. Значну увагу біржам необхідно приділяти протидії та попередженню маніпулятивних дій, при здійсненні торгівельних операцій на організаторах торгівлі ринку цінних паперів. Так у «Порядку Про затвердження запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі» зазначено, що фондові біржі для виявлення маніпулювання на ринку цінних паперів забезпечують здійснення контролю за укладанням біржових контрактів (договорів) щодо [110]:

– перевищення встановленої величини частки обсягу біржових контрактів (договорів), укладених відповідним учасником біржових торгів, від загального обсягу торгів за цим цінним папером за певний період;

– перевищення встановленої величини частки суми біржових контрактів (договорів), укладених відповідним учасником біржових торгів за певний період, від середнього значення такої суми угод, що укладені цим учасником біржових торгів та зміни обсягу торгів відповідним цінним папером за певний період на встановлену величину;

– перевищення встановленої величини частки угод, укладених між двома учасниками торгів за певний період по певному цінному паперу, в яких ці учасники торгів поперемінно виступають продавцями та покупцями (взаємні угоди), від загального обсягу торгів цим цінним папером за цей період.

При цьому біржі самостійно встановлюють показники для контролю за маніпуляціями. Однак, мало уваги присвячується виявленню маніпулятивних дій на основі цінових відхилень, за своєю суттю механізм виявлення маніпуляцій на фондових біржах носить формальний характер. Так, в правилах ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» не вказано як проводиться визначення цінової нестабільності для цінних паперів та не встановлено величину яка б характеризувала таку нестабільність [82].

ПАТ «Українська біржа» застосовує методіку відслідковування маніпуляцій та контролю за укладанням біржових контрактів учасниками торгів на основі показників [84]:

– перевищення учасником біржових торгів 25% частки загального обсягу контрактів за певним цінним папером за календарний місяць;

– зростання більш ніж на 30% середньої суми біржового контракту за календарний місяць, укладеного учасником біржових торгів;

– зміна обсягу торгів цінним папером за календарний місяць більш як на 25%;

– перевищення частки контрактів, укладених між двома учасниками торгів за торговельний день по певному цінному паперу, в яких ці учасники торгів поперемінно виступають продавцями та покупцями 20% від загального обсягу торгів цим цінним папером за цей торговельний день.

Також, з метою контролю в режимі реального часу за поданням заявок та укладанням біржових контрактів на ПАТ «Українська біржа», котирувальною комісією, встановлюється ліміт максимальної зміни ціни. Так, в правилах ПАТ «Українська біржа» зазначено, що у разі зміни поточної ціни лістингового цінного папера від ціни закриття попереднього торговельного дня не менше ніж на 20 % протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни, біржа зобов'язана на 1 годину зупинити торги цим лістинговим цінним папером у режимах торгів, які беруть участь у формуванні поточної ціни цінного папера.

У разі, якщо після поновлення торгів, відбувається зміна поточної ціни цього лістингового цінного папера від ціни закриття попереднього торговельного дня не менше ніж на 30% протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни, біржа зобов'язана зупинити біржові торги цим цінним папером до закінчення торговельного дня.

В свою чергу ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» в розрізі виявлення маніпулятивних дій здійснює контроль за укладанням договорів щодо [83]:

- перевищення часткою обсягу (суми) договорів, укладених відповідним учасником біржових торгів за безадресними заявками (за виключенням заявок маркет-мейкерів), у загальному обсязі біржових торгів за цим цінним папером за календарний місяць встановленої величини - 50%;

- перевищення часткою обсягу (суми) договорів, укладених відповідним учасником біржових торгів за безадресними заявками (за виключенням заявок маркет-мейкерів) за календарний місяць, від середнього значення такої суми договорів, що укладені цим учасником біржових торгів за 6 місяців встановленої величини – 50%;

- зміни обсягу біржових торгів відповідним цінним папером за календарний місяць на встановлену величину понад 75% порівняно із попереднім календарним місяцем, за умови, що протягом попереднього календарного місяця проводилися біржові торги таким цінним папером;

– перевищення часткою обсягу (суми) договорів, укладених між двома учасниками біржових торгів за безадресними заявками (за виключенням заявок маркет-мейкерів) за торговельний день по певному цінному паперу, в яких ці учасники біржових торгів поперемінно виступають продавцями та покупцями (взаємні угоди), від загального обсягу біржових торгів цим цінним папером за цей період встановленої величини 50%.

Для підвищення ефективності регулювання конкурентних відносин виникає необхідність ввести чіткі вимоги стосовно виявлення маніпулятивних угод при здійсненні операцій на фондових біржах, а саме визначити критерій, що базується на основі індивідуальних суттєвих цінових відхилень, це дасть можливість визначити ті чи інші дії як такі, що мають ознаки маніпулювання, окремо для кожної акції.

Зокрема, на рівні нормативного акту НКЦПРФ, поряд з існуючими методами, необхідно передбачити обов'язковою до застосування для всіх фондових бірж методику розрахунку індивідуального суттєвого (нестандартного) відхилення ціни на цінні папери, що може служити критерієм для виявлення ознак маніпулятивних дій на вітчизняному ринку цінних паперів. Це дозволить оперативніше реагувати на незаконні дії учасників ринку та забезпечить більш прозорі умови функціонування на фондових біржах ринку цінних паперів в Україні.

Слід зазначити, що загалом динаміка ринку цінних паперів не відповідає об'єктивним тенденціям розвитку і функціонування національного господарства. Штучна діяльність фондових бірж, які перетворилися на простий аукціонний майданчик, де низький рівень конкуренції і діє, як правило, єдиний продавець, якого репрезентує держава продаючи зобов'язання, а кількість покупців вкрай обмежена. Все це свідчить про значну відірваність вітчизняного біржового фондового ринку від реального сектора економіки. У більшості країн, що розвиваються і в Україні зокрема, неефективність фондового ринку зумовлюється загальними характерними ознаками, які притаманні подібним

фондовим ринкам: практично повна залежність від міжнародних потоків капіталу, відсутність довгострокових інвестицій і наявність переваги спекулятивного капіталу. Одним із найбільших ризиків для фондового ринку України залишається значна його залежність від зовнішніх факторів, що й призводить до спекулятивності та ризикованості [70].

Це пояснюється тим, що в Україні склалась унікальна ситуація, яка характеризується перевагою неорганізованого ринку над організованим. Ринок характеризується диспропорцією розвитку його інституційних елементів.

2.2 Оцінка регулювання конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів ринку цінних паперів

Регулювання конкурентних відносин між первинними дилерами є досить важливим елементом системної організації ринку цінних паперів, адже саме ці учасники ринку забезпечують фактично всю реалізацію цінних паперів емітованих державою.

Первинними дилерами є визначені Міністерством фінансів України банки, які взяли на себе зобов'язання співпрацювати з ним у частині розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів, в обмін на виключне право участі у розміщеннях облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) та переважне право брати участь в інших операціях, що проводить Міністерство фінансів України з такими облігаціями [81].

Взагалі на вітчизняному ринку цінних паперів комерційні банки мають особливий статус. Згідно чинного законодавства вони можуть здійснювати такі види діяльності: випускати, купувати, продавати та управляти цінними паперами за дорученням клієнта. Отже, банківські установи на українському ринку виконують функції емітентів, інвесторів та професійних учасників.

На кінець 2013 року до складу первинних дилерів входило 16 банків: ПАТ «Державний ощадний банк України» ПАТ «Райффайзен Банк Аваль», ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України», ПАТ «Дельта Банк», ПАТ «ВТБ Банк», ПАТ «Укргазбанк», ПАТ «ОТП Банк», ПАТ «Дочірній банк Сбербанку Росії», ПАТ «УкрСиббанк», ПАТ «Ерсте Банк», ПАТ «Універсал Банк», ПАТ «КБ НАДРА», ПАТ «Сітібанк», ПАТ «КБ Хрещатик», ПАТ «ІНГ Банк Україна», ПАТ «УніКредитБанк», ПАТ «ПУМБ».

У сучасних умовах ринок державних облігацій відіграє одну з ключових ролей у формуванні бюджетної політики України. Так, випуск державних облігацій виступає важливим засобом державних запозичень, що дає змогу залучати значні фінансові ресурси на прийнятних умовах. Підтвердженням цього є щорічне збільшення обсягів випусків державних облігацій України та величини обсягу операцій за цим видом інструменту, відносно інших цінних паперів (рис.2.8).

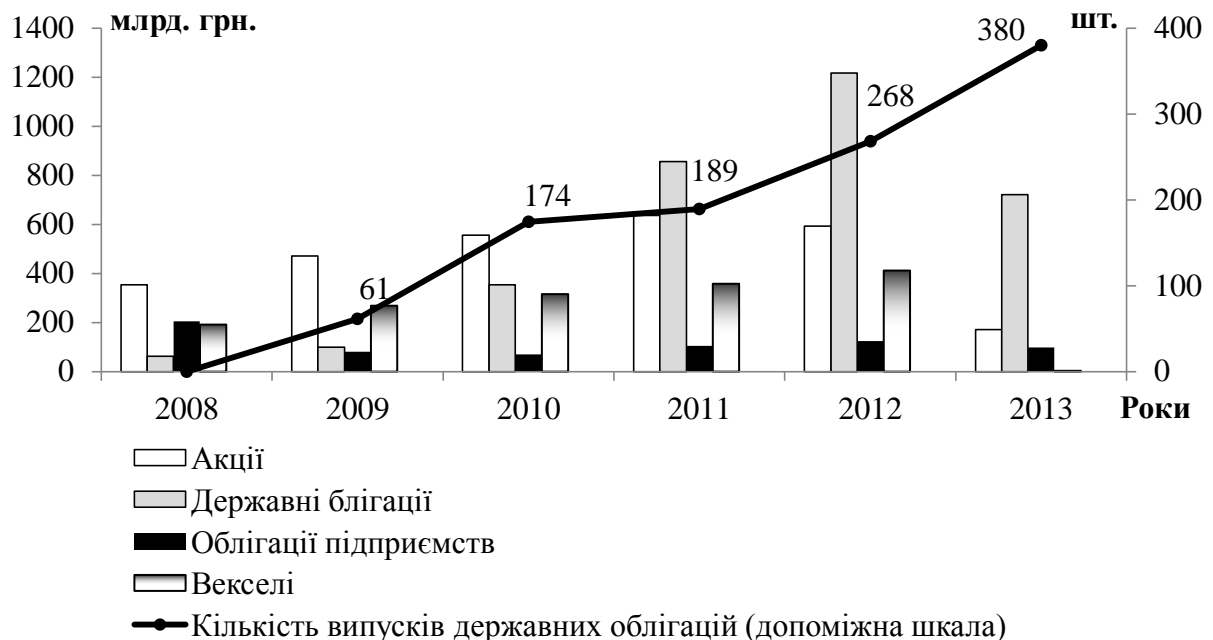


Рисунок 2.8 – Динаміка торгів цінними паперами та кількості випусків державних облігацій, які перебувають в обігу на фондових біржах

Примітка. Складено за даними [108]

В останні роки спостерігається зростання частки торгів з державними цінними паперами в загальній структурі. Такий спосіб залучення боргових коштів у державну казну є одним з найдешевших. Однак, якщо кількість випусків облігацій за період 2009-2012 рр. зросла більш як в 3 рази, то частка торгів за державними облігаціями збільшилась за цей самий період більш як в 5 раз (рис. 2.9).

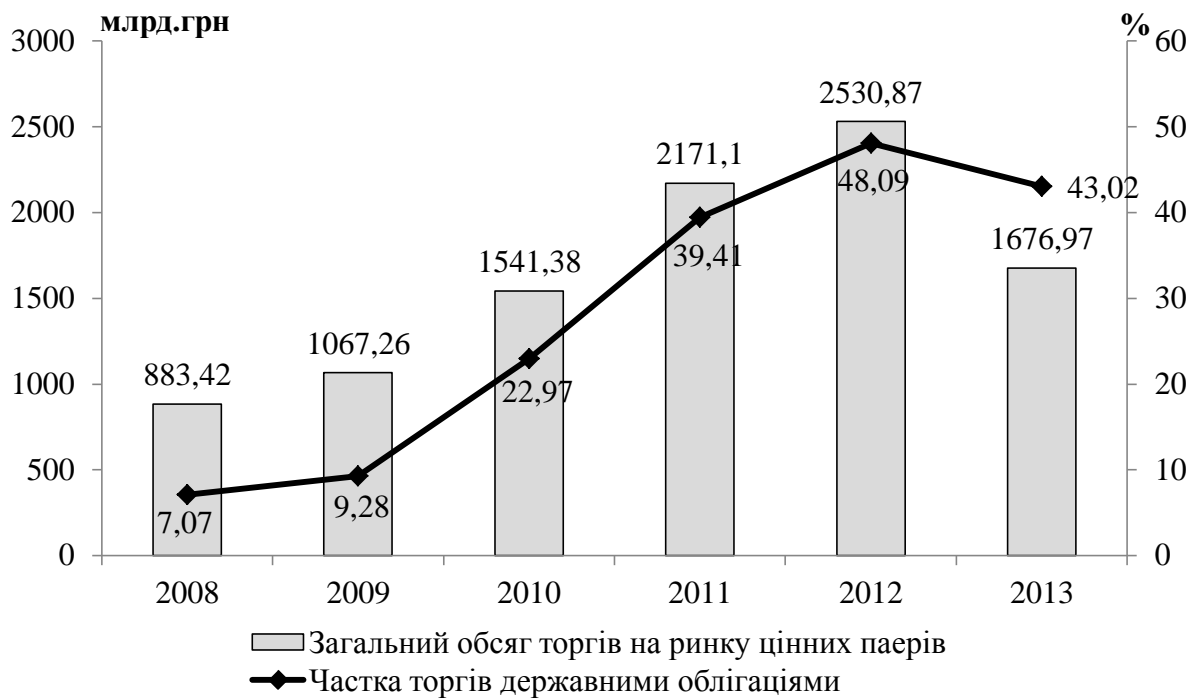


Рисунок 2.9 – Частка торгів державними облігаціями в загальній структурі торгів на ринку цінних паперів

Примітка. Складено за даними [108]

Це пояснюється тим, що умови доволі жорсткої грошово-кредитної політики в Україні обмежують можливості позичальників користуватись довгостроковим фінансуванням під адекватні відсоткові ставки, що могли б покриватись ростом виручки та прибутковості від діяльності. Крім того, поточні макроекономічні умови та очікування їх подальшого ускладнення зумовлюють збереження доволі високих кредитних ризиків для інвесторів у

суверенні боргові зобов'язання, у корпоративні цінні папери та банківські продукти. Вищенаведені ризики зумовлюють переважання спекулятивної природи операцій з цінними паперами, в тому числі з облігаціями, емітованими урядом та підприємствами України, що суттєво скорочує обсяг надходжень інвестицій до вітчизняного ринку цінних паперів [3].

Отже, кількість випусків та частка торгів державними облігаціями в загальній структурі демонструють тенденцію до зростання. Тобто цінні папери, що емітуються державою, займають важливе значення в діяльності торговців цінними паперами. Тому ефективне розміщення державних облігацій потребує спеціалізованих професійних учасників ринку, якими в Україні є первинні дилери – банківські установи. Саме через банки, як учасників інституту первинного дилерства, здійснюється реалізація цінних паперів з державною гарантією.

Варто відмітити, що банки проводять досить активну емісійну політику на вітчизняному ринку цінних паперів. Чого не можна сказати про інвестиційну діяльність. Незважаючи на те, що спостерігається тенденція до збільшення обсягів інвестиційних вкладень в цінні папери комерційними банками, на фоні зростання загальної величини активів, частка вкладень в цінні папери у загальній структурі кредитно-інвестиційного портфелю банків, хоч і зросла за аналізований період, але залишається дуже низькою. Це є свідченням того, що комерційні банки в основному не приймають на себе інвестиційні ризики, пов'язані з функціонуванням ринку цінних паперів, і акцентують операції з кредитним портфелем (табл.2.6).

Функціонування інституту первинних дилерів передбачає, що окремі банківські установи мають пріоритет в розміщенні цінних паперів, які випускаються державою. Така ситуація в Україні склалася в 2009 році, коли внаслідок ініціювання Кабінетом Міністрів України, було створено інститут первинних дилерів на вітчизняному ринку державних цінних паперів.

Таблиця 2.6 – Динаміка вкладень банківських установ в Україні у цінні папери в період 2008-2013 роки

Показники, млу.грн.	1.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012	01.01.2013
Активи банків	599, 39	926,08	880,30	942,08	1 054,28	1 127,19
Вкладення в цінні папери	28, 69	40,61	39,33	83,55	87,71	96,34
Частка цінних паперів в активах банків.	4,8	4,4	4,5	8,9	8,3	8,5

Примітка. Складено за даними [75]

Загалом первинні дилери покликані сприяти збільшенню обсягів торгівлі ОВДП на первинному та вторинному ринках, стабільності ринку державних боргових цінних паперів, зменшенню вартості внутрішніх запозичень і розширенню кола інвесторів у державні цінні папери. Це означає, що уряд може отримати надійне джерело фінансування державних програм розвитку та скоротити витрати з обслуговування державного боргу, у тому числі ті, які виникали внаслідок валютних коливань [47, с. 57].

Аналізуючи вище вказані переваги, які дає інститут первинного дилерства для національного господарства, варто акцентувати увагу на певних аспектах:

1. Підвищення ліквідності є вигідним для подальшого продажу цінних паперів, які будуть емітуватись урядом. Адже чим більш ліквідний цінний папір, тим більше йде мінімізація затрат на його продаж, тобто зменшується премія за розміщення, що в свою чергу зменшує витрати на погашення відсотків за новими зобов'язаннями від випуску облігацій Україною.

2. Ліквідні цінні папери емітовані державою можуть використовуватись інституційними інвесторами як засіб для зменшення ризику. Тобто, цінні папери, які гарантовані державою мають високий рівень надійності, а коли ці папери можуть швидко конвертуватись в фінансові ресурси, то вони користуються попитом у банків, страхових компаній, інвестиційних фондів (табл. 2.7).

Таблиця 2.7 – Обсяг цінних паперів в активах страхових компаній та інститутів спільного інвестування

Показники	Обсяг державних цінних паперів в активах страхових компаній, млрд.грн.	Обсяг цінних паперів емітованих державою в активах інститутів спільного інвестування (крім венчурних), млрд.грн.
2007	0,210	0,074
2008	0,387	0,0635
2009	0,869	0,055
2010	1,523	0,287
2011	1,447	0,103
2012	2,168	0,211
2013*	2,418	немає даних

Примітки:

1. Дані наведено за 9 місяців 2013 р.
2. Складено за даними [108; 75].

Результати проведеного аналізу свідчать, що з 2009 року обсяг цінних паперів, емітованих державою в активах страхових компаній та інститутів спільного інвестування значно збільшився, на фоні падіння довіри до інших цінних паперів, що обертались на ринку. Тобто, компанії отримують найбільш безпечний актив для вкладення капіталу, що може бути легко проданий порівняно з іншими.

Слід зазначити, що нестача ліквідних і без ризикових цінних паперів в Україні є однією з основних перешкод у розвитку страхування й недержавного пенсійного забезпечення. Покращити ситуацію може сприяння активізації випуску державних цінних паперів взагалі та діяльності інституту первинних дилерів зокрема [35].

Ефективне функціонування первинного ринку державних боргових паперів позитивно впливає не лише на реалізацію державних програм соціально-економічного розвитку, а й на кредитний рейтинг держави, закріплює за державою імідж надійного позичальника і формує позитивні тенденції щодо подальшого залучення позик на більш вигідних умовах. Низька

активність населення на ринку ОВДП та значні розміри депозитів населення у банках свідчать про потенціал цього інвестора та необхідність використання його ресурсів у забезпеченні фінансування державних програм [47, с. 54].

Незважаючи на те, що функціонування інституту первинних дилерів порушує вимоги конкуренції, його запровадження в нашій країні було виправданим. Це принесло відповідні позитивні результати як для ринку цінних паперів (торги з державними облігаціями як найбільш безпечними цінними паперами постійно зростають і мають найбільшу частку всіх угод, що здійснюються на ринку), так і для держави в цілому (збільшився рівень надходжень від розміщення ОВДП).

У зв'язку з тим, що дилери отримали право на виключний доступ до первинних аукціонів державних цінних паперів (взамін на зобов'язання купівлі відповідного обсягу ОВДП) та здійснювати постійні котирування державних цінних паперів на вторинному ринку, у 2009-2010 роках спостерігається значне зростання обсягів розміщення облігацій внутрішньодержавної позики порівняно з 2008 роком, а саме на 217% (табл.2.8)

Таблиця 2.8 – Динаміка розміщення та вартості обслуговування
ОВДП у млрд. грн.

Роки	Розміщення облігацій внутрішньої державної позики, номінованих у гривні, на первинному ринку	Залучення коштів до Державного бюджету України	Витрати на обслуговування та погашення, млрд. грн.	Баланс надходжень та витрат	Ефективність Розміщення ОВДП
2007	3,62	3,62	2,6	1,02	100,0
2008	23,50	9,77	22,00	-12,23	41,6
2009	74,53	18,84	65,50	-46,66	25,3
2010	70,65	40,42	44,40	-3,98	57,2
2011	50,26	28,90	47,10	-18,2	57,5
2012	42,90	35,94	47,50	-11,56	83,8
2013	65,22	50,52	43,50	7,02	77,5

Примітка. Складено за даними [29; 61, с. 341]

Однак, таке зростання, на нашу думку, пов'язано також з кризовими явищами, що відбувались в цей період, тобто держава здійснювала розміщення боргових зобов'язань для залучення коштів і погашення попередніх боргів.

Так, упродовж 2009 року з розміщених ОВДП у сумі 74,53 млрд. грн. до державного бюджету України за результатами проведення аукціонів з первинного розміщення надійшло лише 18,84 млрд. грн., решта облігацій було випущено для збільшення формування статутного капіталу банків на суму 23,32 млрд. грн., а також випущено та передано Національному банку України ОВДП в результаті реструктуризації залишку заборгованості Кабінету Міністрів України перед Національним банком України за кредитами, отриманими в іноземній валюті для фінансування дефіциту Державного бюджету України на загальну суму 7,99 млрд. грн. [22].

У 2010 році, коли доступ до участі в аукціонах з первинного розміщення ОВДП отримали банки – первинні дилери, спостерігається зростання рівня ефективності розміщення ОВДП, тобто зріс обсяг коштів, що залучаються безпосередньо до державного бюджету. Однак, незважаючи на це з 2008 року по 2012 рік, витрати на обслуговування та погашення облігацій перевищували обсяг коштів, які надходили до бюджету. Лише у 2013 році сальдо мало позитивне значення.

Крім того, що первинні дилери забезпечують підвищення ліквідності облігацій на ринку цінних паперів, також вони сприяють зростанню обсягів коштів, що залучаються до державного бюджету. Це дає змогу державі залучати ресурси за нижчими відсотковими ставками, що і відбулось, після допущення комерційних банків до аукціонів з ОВДП у лютому – березні 2010 року (рис.2.10).

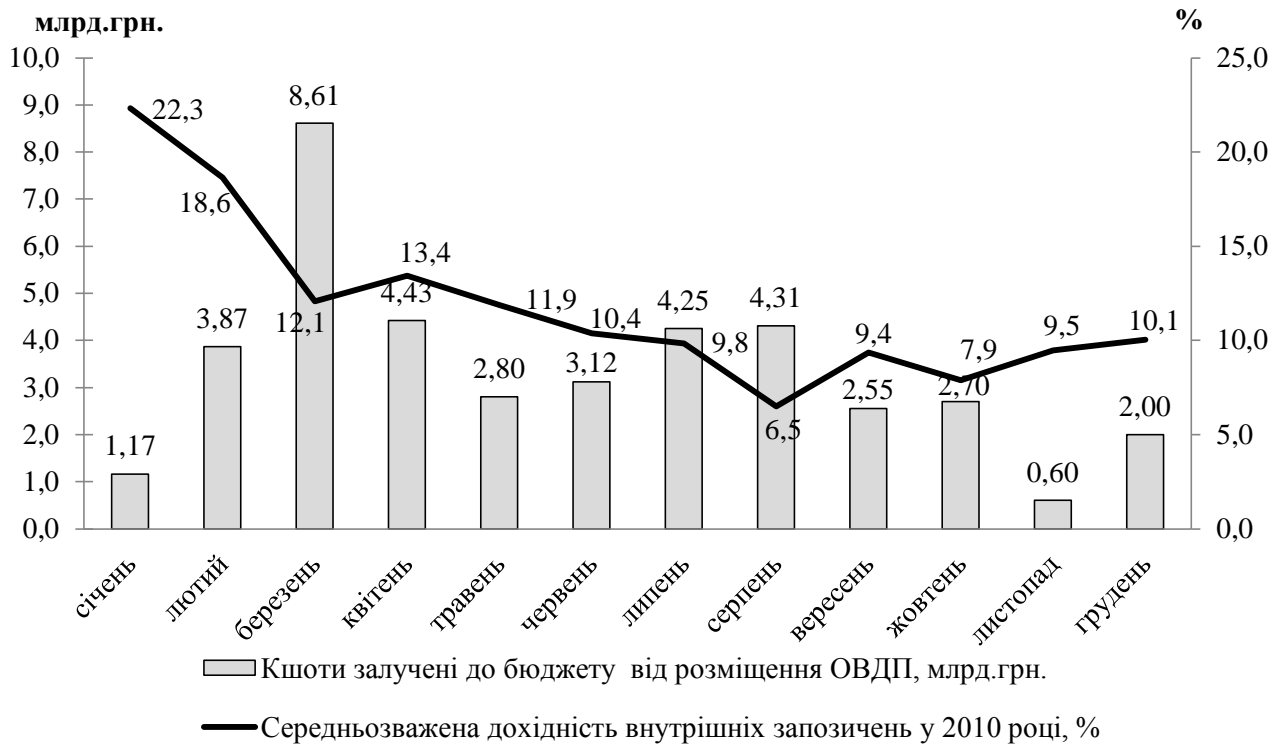


Рисунок 2.10 – Динаміка середньозваженої дохідності ОВДП та обсягу коштів, залучених до бюджету у 2010 р.

Примітка. Складено за даними [90]

Однак, незважаючи на вище зазначені позитивні явища, функціонування первинних дилерів несе певні загрози для конкурентного середовища ринку, які інституції, що здійснюють регулювання конкурентних відносин повинні враховувати та акцентувати увагу на їх усуненні.

До таких загроз можна віднести порушення принципів конкуренції умов, адже дилери отримують ряд переваг, зокрема, достовірну інформацію про ціни на боргові зобов'язання. Крім цього, існує ризик можливої домовленості з метою монополізації та створення перешкод іншим учасникам ринку.

З огляду на вищезазначені аспекти слід виокремити наступні особливості діяльності, які потребують регулювання конкурентних відносин між первинними дилерами, а саме:

- порядок формування інституту первинних дилерів;

- відповідність встановленим критеріям отримання статусу первинного дилера;
- набуття та дотримання первинним дилером переваг і зобов'язання відповідно укладеного договору;
- зобов'язання та регуляторна діяльність держави.

Формування інституту первинних дилерів. Відповідно до Постанови КМУ «Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів» [81] та наказу Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку відбору та функціонування первинних дилерів» [67] у серпні 2009 року відбулось підписання договору з першими п'ятьма дилерами, що поклало початок становленню інституту первинних дилерів в Україні. Останній первинний дилер отримав право щодо виконання зобов'язань на ринку ОВДП у 2011 р.

Загалом при наданні статусу первинних дилерів його отримали 10 банків з іноземним капіталом, 5 державних банків (три з яких були рекапіталізовані державою у результаті кризових тенденцій у 2009 році) та один банк з національним капіталом. Однак протягом 2012-2013 рр. року ситуація з банками-дилерами, які мають український капітал, дещо змінилась.

Міністерство фінансів України змінило у 2012 році 3 банки з 16, що виконували функції первинних дилерів на ринку облігацій внутрішньої державної позики. Зокрема, було виключено з числа фінансових установ, що виконують функції первинних дилерів на ринку ОВДП, банк «Київська Русь», корпоративний та інвестиційний банк «Креді Агріколь» і Родовід Банк, включивши в число таких установ банк «Хрещатик», «Дельта Банк» і «Надра Банк».

Загальне число банків, що виконують функції первинних дилерів на ринку ОВДП, залишилося незмінним - 16. Проте з грудня 2013 р. до первинних дилерів було включено ПАТ «ПУМБ». Відтепер загальна кількість дилерів – 17 установ, у тому числі банки з державним капіталом - 3-х дилерів, з національним приватним капіталом - 4, установи з іноземним капіталом – 10 (табл. 2.9).

Таблиця 2.9 – Походження капіталу первинних дилерів ринку цінних паперів в Україні станом на кінець 2013 року

№ з/п	Назва банку	Проходження капіталу	Статутний капітал		Обсяг ОВДП в портфелі банку млрд. грн.
			млн. грн.	млн.євро	
1	ПАТ «Державний ощадний банк України»	Національний (державний)	15537,9	1475,58	14,861
2	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	Іноземний	3002,57	285,14	6,996
3	ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України»	Національний (державний)	16446,81	1561,9	5,220
4	ПАТ «Дельта Банк»	Національний	2327	220,99	1,990
5	ПАТ «ВТБ Банк»	Іноземний	5415,78	514,32	1,884
6	ПАТ «Укргазбанк»	Національний (державний)	10000	949,67	1,823
7	ПАТ «ОТП Банк»	Іноземний	2868,19	272,38	1,807
8	ПАТ «Дочірній банк Сбербанку Росії»	Іноземний	3392,46	322,17	1,717
9	ПАТ «УкрСиббанк»	Іноземний	1774,33	168,5	1,301
10	ПАТ «Ерсте Банк»	Іноземний	1380,05	131,1	1,021
11	ПАТ «Універсал Банк»	Іноземний	1162,67	110,42	0,775
12	ПАТ «КБ НАДРА»	Національний	3890,36	369,46	0,709
13	ПАТ «Сітібанк»	Іноземний	66,5	6,32	0,567
14	ПАТ «КБ Хрещатик»	Національний	828,82	78,71	0,345
15	ПАТ «ІНГ Банк Україна»	Іноземний	731,23	69,45	0,192
16	ПАТ «УніКредитБанк»	Іноземний	653,5	62,06	0,000086
17	ПАТ «ПУМБ» (з грудня 2013 р.)	Національний	3294,5	298,41	2,875

Примітка. Складено за даними [92 - 106]

Оцінюючи рейтинги первинних дилерів за результатами купівлі облігацій внутрішньої державної позики шляхом аукціонного продажу, можна зробити висновок, що в останні роки саме «державні» первинні дилери здійснюють найбільші обсяги купівлі ОВДП (табл.2.10). Так ситуація спричинює зниження рівня привабливості ринку для існуючих та потенційних первинних дилерів, адже це частково впливає на викривлення інформації про стан кон'юнктури ринку та відповідно зниження інтенсивності конкуренції між первинними дилерами.

Таблиця 2.10 – Рейтинг первинних дилерів ринку цінних паперів України за результатами купівлі ОВДП шляхом аукціонного продажу в 2011-2013 рр.

Назва банку	Рейтинг		
	2011	2012	2013
ПАТ «Державний ощадний банк України»	9	1	1
ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	3	9	9
ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України»	1	2	2
ПАТ «Дельта Банк»	14	12	8
ПАТ «ВТБ Банк»	13	4	10
ПАТ «Укргазбанк»	12	5	3
ПАТ «ОТП Банк»	5	14	7
ПАТ «Дочірній банк Сбербанку Росії»	8	6	6
ПАТ «УкрСиббанк»	4	7	4
ПАТ «Ерсте Банк» (з грудня 2013р. - ПАТ «ФІДОБАНК»)	2	3	5
ПАТ «Універсал Банк»	-	-	11
ПАТ «КБ НАДРА»	16	13	14
ПАТ «Сітібанк»	6	11	13
ПАТ «КБ Хрещатик»	15	15	16
ПАТ «ІНГ Банк Україна»	10	8	15
ПАТ «УніКредитБанк» (з грудня 2013 р. - ПАТ «Укрсоцбанк»)	7	10	12
ПАТ «ПУМБ»	-	-	17
ПАТ «АКБ «Київ»	11	16	-

Примітка. Складено за даними [91]

Отримання статусу первинного дилера. Для того, щоб стати первинним дилером в Україні, необхідно відповідати всього 3-м вимогам [81]:

- мати ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку (діяльності з торгівлі цінними паперами);
- володіти сплаченим статутним капіталом у розмірі еквівалентному не менше 10 млн. євро;

– мати практичний досвід роботи на ринку облігацій, що проявляється в загальному обсязі торгівлі облігаціями, який не повинен становити менше як один млрд. гривень.

Першим двом вимогам відповідає дуже велика кількість банків (табл.2.11). Однак необхідно відмітити, що ПАТ «Сітібанк», який допущений до аукціонів з ОВДП у якості первинного дилера не відповідає вимогам щодо розміру статутного капіталу, який станом на 2013 рік становив – 6,32 млн.євро (табл.2.10).

Таблиця 2.11 – Відповідність банківських установ України критеріям необхідним для отримання статусу первинного дилера станом на 31.12.2013

Показники	Кількість банків що відповідають критерію
Ліцензія на провадження професійної діяльності на фондовому ринку (діяльності з торгівлі цінними паперами)	156
Сплачений статутний капітал в розмірі не менше 10 млн.євро	146
Практичний досвід роботи на ринку облігацій (загальний обсяг торгівлі облігаціями, з 2005 року, становить не менш як 1 млрд. гривень).	немає даних

Примітка. Складено за даними [1; 61].

Що стосується третього критерію, то важко визначити точну кількість установ, що йому відповідають. Відбір здійснюється на основі кількості балів, які отримує претендент відповідно до обсягу придбання ОВДП в розмірі один млн. гривень, що оцінюються як 0,001 бала за умови, якщо загальний обсяг торгівлі ОВДП становить не менш як один млрд. гривень. Це фактично єдиний критерій, так як решті критеріїв відповідає дуже велике коло банківських установ, який визначає можливість отримання статусу первинного дилера, що свідчить про необхідність вдосконалення нормативного регулювання інституту первинних дилерів.

Привілеї (виключні права) та зобов'язання первинних дилерів. Перелік зобов'язань та привілеїв первинних дилерів зазначаються у відповідному договорі (Додаток Б). Однак, результати аналізу переваг та зобов'язань, які отримують первинні дилери в Україні, свідчать про їх значний дисбаланс в порівнянні з іншими країнами (табл. 2.12).

Таблиця 2.12 – Порівняльний аналіз прав та обов'язків первинних дилерів деяких країн світу

Країна	Виключні права	Обов'язки
1	2	3
Чехія	Виключне право брати участь в аукціонах державних облігацій та казначейських білетів. Право подання неконкурентних заявок, по операціях, в тому числі зворотних аукціонах по викупу і операціям РЕПО державних облігацій, операціях з деривативами, можливість консультацій і зустрічей з Міністерством фінансів.	Визначено мінімальну суму державних облігацій, яку кожний первинний дилер повинен купити на основному ринку (3 % від загального обсягу випуску щороку) і мінімальну суму торгів на вторинному ринку (1 % від загальної суми операцій первинного дилера з державними цінними паперами на вторинному ринку). Несуть відповідальність за те, щоб ціни, які ними встановлюються відповідали ринковим.
Греція	Первинні дилери мають виключне право доступу до первинних аукціонів (мінімальна заявка 5 млн. євро), неконкурентні заявки (20 % від пропонованого обсягу), Привілейований доступ до інформації, що відноситься до потреб запозичення Грецької Республіки та випуску нових фінансових інструментів	Зобов'язані приймати участь у діяльності на первинному й вторинному ринках, підтримувати точно визначені спреди між цінами купівлі і продажу, просувати державні цінні папери і надавати інформацію міністерству економіки і фінансів, агентству по управлінню державним боргом і Банку Греції.
Ізраїль	Привілеї дилерів включають виключний доступ до первинних аукціонів, за первинними дилерами закріплено 80% облігацій з фіксованим купоном проданих за конкурентними заявками, можливість подавати неконкурентні заявки (до 5 % від загальної суми), участь у операціях РЕПО.	Викуп 5% річного обсягу облігацій, але не більше 0,5 млрд.дол.США. Забезпечення двосторонніх котувань (з обмеженням спреду) із мінімальним обсягом операцій 1,25 млн. доларів США на день для основних випусків.

Продовження таблиці 2.12

1	2	3
Ізраїль	Привілеї дилерів включають виключний доступ до первинних аукціонів, за первинними дилерами закріплено 80% облігацій з фіксованим купоном проданих за конкурентними заявками, можливість подавати неконкурентні заявки (до 5 % від загальної суми), участь у операціях РЕПО.	Викуп 5% річного обсягу облігацій, але не більше 0,5 млрд.дол.США. Забезпечення двосторонніх котувань (з обмеженням спреду) із мінімальним обсягом операцій 1,25 млн. доларів США на день для основних випусків.
Україна	Виключне право участі в аукціонах облігацій, що випускаються державою. Переважне право брати участь в інших операціях Міністерства фінансів з такими облігаціями.	Брати участь у розміщеннях облігацій. Забезпечувати: – купівлю облігацій не менш як 3 відсотки загального обсягу їх випуску протягом кожного півріччя; – укладення договорів купівлі-продажу облігацій на вторинному ринку в обсязі не менш як 3 відсотків загальної суми – подання постійної (кожного робочого дня) пропозиції іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу облігацій; – надання Мінфіну консультації стосовно потреб у розміщеннях облігацій та обсягів їх випуску, строків обігу, графіків розміщення на основі власної оцінки ринку.

Примітка. Складено за даними [35; 42; 81; 175; 185]

Зобов'язання та регуляторна діяльність держави. Зважаючи на переваги первинного дилера та обов'язки які на себе приймає установа, отримуючи такий статус, державним органам необхідно створити дієвий та гнучкий механізм. Саме він дозволить збалансувати обов'язки та вигоди від первинного дилерства.

Окрім присутності на аукціонах державних банків, що зменшує ймовірність домовленості первинних дилерів в частині маніпулювання цінами на ОВДП при проведенні аукціону, введено зміни до порядку відбору та функціонування первинних дилерів, внесені Наказом Міністерства фінансів № 47 від 31.01.2011.

Згідно із нововведеннями, знята норма про чітку регламентацію кількості первинних дилерів, число яких раніше не могло бути більше 16. З одного боку, в такий спосіб уряд забезпечив собі можливість, у разі необхідності, підвищити конкуренцію на ринку за рахунок залучення нових банківських установ. А з іншої сторони розширюючи коло дилерів, може нівелюватись їх ексклюзивний

статус, що призведе до втрати інтересу у розвитку цього інституту з сторони його учасників [36].

Таким чином, основне завдання державного регулювання полягає в спрямуванні зусиль на стимулювання розвитку первинного та вторинного ринку державних облігацій. Для його реалізації, конкурентні відносини повинні грати домінуючу роль. У цьому контексті первинні дилери повинні розглядатись як ініціатори ринку, які забезпечують додаткову ліквідність і прозорість на вітчизняному ринку цінних паперів, а тому важливо забезпечити ефективне регулювання конкурентних відносин в процесі їх діяльності на ринку.

Належним чином сформоване ефективне конкурентне середовище інституту первинних дилерів стимулює учасників ринку отримати статус первинного дилера, а це сприяє підвищенню рівня конкуренції в цьому сегменті ринку цінних паперів, дозволяє зменшити вартість внутрішніх запозичень уряду, спрощує процес залучення коштів. Так як діяльність первинних дилерів пов'язана з розміщенням державного боргу, регулювання конкурентних відносин між ними є важливим елементом системи управління національним господарством.

2.3 Трансформація процесів регулювання конкурентних відносин в депозитарній системі

Налагоджена система депозитарного обліку цінних паперів є базисом створення прозорих взаємовідносин між емітентами, інвесторами, покупцями та продавцями цінних паперів, підвищуючи тим самим інвестиційну привабливість ринку, забезпечує широке коло його учасників, що є запорукою існування конкуренції на ринку цінних паперів.

Нормативно-правова і технологічна база депозитарної системи в Україні перебуває в процесі становлення, багато питань недостатньо регламентовано діючим законодавством і потребують подальшого вдосконалення. Значна частина угод на вітчизняному ринку цінних паперів укладається поза системою організованої торгівлі. При цьому, стан розвитку депозитарних технологій в Україні не дозволяє забезпечити уніфікований та високоякісний рівень депозитарного обслуговування інвесторів [71].

На даний час відбувається реформування депозитарної системи України. Суть реформ полягає у переведенні більшості цінних паперів із документарної у бездокументарну форму випуску та обігу. Перехід до бездокументарного обігу іменних цінних паперів і відповідні зміни у депозитарній системі України дадуть змогу поліпшити ліквідність вторинного ринку, усунути можливість підробки паперових сертифікатів і ліквідувати витрати на обіг матеріальних носіїв цінних паперів, підвищити довіру до інститутів обліку та реєстрації прав власності на цінні папери, яка похитнулася через численні правопорушення в цій сфері, забезпечить зростання впевненості громадськості в безперешкодній реалізації прав власності на цінні папери [18].

Структурні зрушення в регулюванні конкурентних відносин депозитарної системи України обумовленні прийняттям Закону України «Про депозитарну систему України» [27]. Порівняльна характеристика трансформації видів та сутності професійної діяльності в депозитарній системі України до представлені у табл. 2.13.

Згідно з новим законодавством відбулась ліквідація ланки реєстраторів цінних паперів. Функції щодо ведення реєстру власників іменних цінних паперів покладено на Центральний депозитарій. Також передбачено приєднання діяльності із зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах до депозитарної діяльності, відтепер загальна назва суб'єктів, що здійснюють таку діяльність – депозитарні установи.

Таблиця 2.13 – Порівняння характеристики професійної діяльності в депозитарній системі України

Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (втратив чинність)			Закон України «Про депозитарну систему України» (чинний)	
Вид професійної діяльності	Сутність професійної діяльності	Суб'єкт, що здійснює професійну діяльність	Сутність професійної діяльності	Суб'єкт, що здійснює професійну діяльність
1	2	3	4	5
Депозитарна діяльність	Надання послуг щодо зберігання ЦП незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у ЦП, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо ЦП) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним ЦП	Всі суб'єкти депозитарної системи	Депозитарна діяльність - діяльність професійних учасників депозитарної системи України та НБУ щодо надання послуг із зберігання та обліку ЦП, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери та обмежень прав на ЦП на рахунках у ЦП депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг, які відповідно до цього Закону мають право надавати професійні учасники депозитарної системи України	1. Центральний Депозитарій - юридична особа, що функціонує у формі публічного акціонерного товариства відповідно до ЗУ «Про акціонерні товариства», яка веде депозитарний облік (облік ЦП, прав та їх обмежень на рахунках у цінних паперах) всіх емісійних цінних паперів, крім тих, облік яких веде НБУ. 2. НБУ здійснює депозитарний облік державних цінних паперів та облігацій місцевих позик. 3. Депозитарна установа - юридична особа, що утворюється та функціонує у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю і яка в установленому порядку отримала ліцензію на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи.
Зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах	Діяльність, пов'язана із зберіганням цінних паперів та обліком прав власності на них, здійснюється на підставі договору про відкриття рахунку у цінних паперах, укладається власником ЦП з обраним ним зберігачем; депозитарного договору, між зберігачем і депозитарієм; договору про обслуговування емісії ЦП, між емітентом та обраним ним депозитарієм; договору про кореспондентські відносини щодо ЦП, між депозитаріями.	Депозитарій цінних паперів – юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг та розрахунки за угодами щодо ЦП; зберігач – банк, торговець ЦП або ресстратор, який має ліцензію на зберігання та обслуговування обігу ЦП і операцій емітента з ЦП на рахунках у цінних паперах як щодо тих ЦП, що належать йому, так і тих, які він зберігає.		

Продовження таблиці 2.13

1	2	3	4	5
Ведення реєстру власників іменних цінних паперів	Збір, фіксація, обробка, зберігання та надання даних, які складають систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їх емітентів і власників	Реєстратор – юридична особа - суб'єкт підприємницької діяльності, який одержав у встановленому порядку дозвіл на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів	Як окремий вид діяльності відсутній в новому законодавстві	Не передбачається існування окремих суб'єктів, які б здійснювали ведення реєстру власників цінних паперів (ці функції покладено на Центральний депозитарій та НБУ)
Кліринг та розрахунки за угодами що до цінних паперів	Діяльність, що здійснюється виключно депозитаріями, які забезпечують поставку цінних паперів на рахунки зберігачів у депозитарії з одночасною оплатою грошових коштів на рахунках зберігачів	Кліринговий депозитарій – депозитарій, який одержав ліцензію НКЦПФР на здійснення клірингу щодо операцій з цінними паперами	Клірингова діяльність - це діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.	Особами, які провадять клірингову діяльність, є клірингові установи та Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. Центральний депозитарій цінних паперів та Національний банк України можуть здійснювати клірингову діяльність з урахуванням вимог, встановлених законодавством.

Примітка. Складено за даними [24; 27]

Депозитарна діяльність (зберігання і обслуговування обігу цінних паперів). Ключовим етапом реформування, було створення на базі Національного Депозитарію України (НДУ) – Центрального депозитарію, а на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів (ВДЦП) – Розрахункового центру. Крім цього ведення клірингу та розрахунків щодо правочинів з цінними паперами виокремлено в новий вид діяльності, який може здійснювати Розрахунковий центр та клірингові установи.

До 2009 року в Україні функціонували такі депозитарії: «Міжрегіональний фондний союз» (МФС), який обслуговував найбільш вагому частку цінних паперів, які перебували в депозитарній системі, Національний депозитарій України (НДУ), депозитарій Національного Банку України (НБУ) та Всеукраїнський депозитарій цінних паперів (ВДЦП). Однак з 2009 року верхній рівень депозитарної системи зазнав суттєвих змін (рис.2.11).

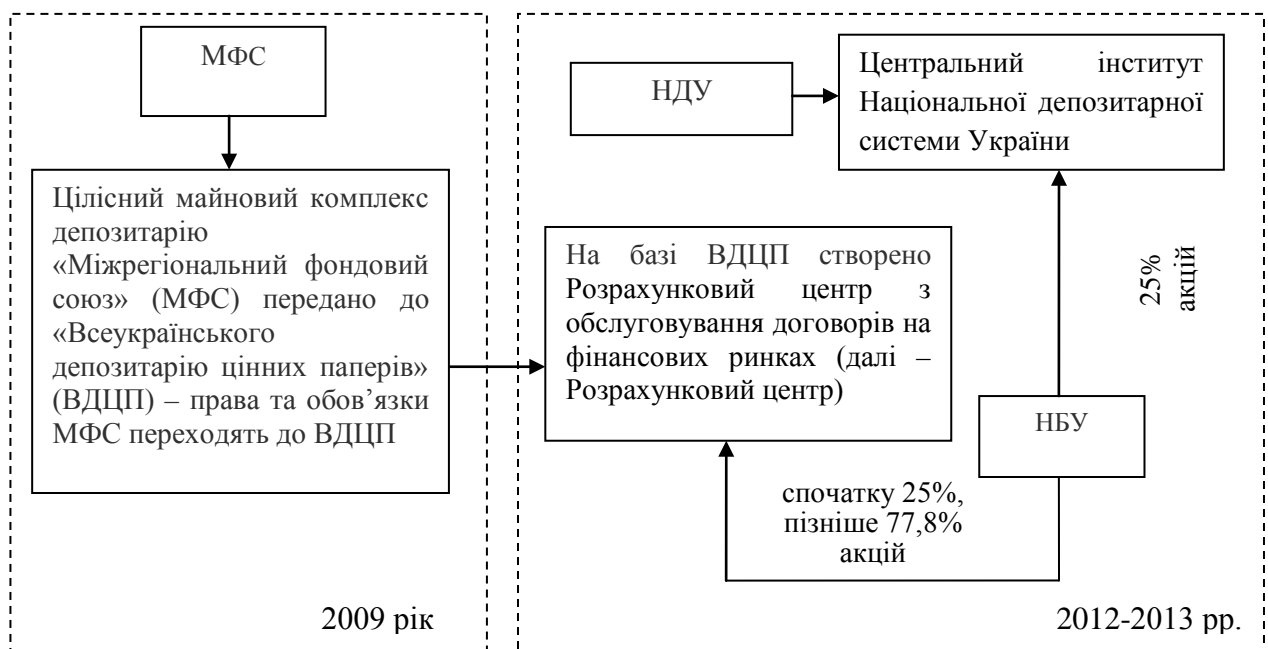


Рисунок 2.11 – Структурні зміни верхнього рівня депозитарної системи України в період 2009-2013 роки

Примітка. Побудовано автором

Відсутність до цього часу в Україні єдиного Центрального депозитарію цінних паперів створювала труднощі для інвесторів та професійних учасників ринку. Паралельне існування окремих систем депозитарного обліку державних та корпоративних цінних паперів призводило до збільшення організаційних, технологічних та грошових витрат професійних учасників ринку і власників цінних паперів, посилення ризиків у функціонуванні системи.

Лідером ринку депозитарних послуг в Україні з 2008-2012 рр., був депозитарій ВДЦП. Незважаючи на те, що саме ВДЦП був технологічно більш розвинутим та мав найбільшу кількість клієнтів, він припинив своє існування. та змушений був передати до НБУ сертифікати з муніципальних облігацій, а з акцій до НДУ.

До реформування системи депозитарного обліку цінних паперів, основна конкуренція на ринку депозитарних послуг велась між двома депозитаріями, а саме ВДЦП (який став правонаступником МФС) та НДУ. Ключовою відмінністю між вищезазначеними установами було те, що НДУ (як державний депозитарій), який здійснював певні види діяльності, не притаманні іншим депозитарним установам. В основному це була діяльність з уніфікації та стандартизації норм депозитарного обліку цінних паперів в Україні (табл.2.14).

Таблиця 2.14 – Основні показники діяльності ВДЦП та НДУ

Показники	2008		2009		2010		2011		2012	
	ВДЦП	НДУ	ВДЦП	НДУ	ВДЦП	НДУ	ВДЦП	НДУ	ВДЦП	НДУ
Кількість випусків цінних паперів у документарній формі (шт.)	-	-	3903	22	2793	77	1611	54	1301	35
Кількість випусків цінних паперів у бездокументарній формі (шт.)	-	-	4576	209	6258	20136	8055	4234	8436	4962
Відкрито рахунків: зберігачів цінних паперів, шт.	265	59	303	122	379	259	410	296	407	326
Відкрито рахунків: емітентів цінних паперів, шт.	3062	55	3261	118	4910	2217	6221	4108	6366	4724
Кількість цінних паперів, що обліковувались, млрд. (шт.).	792,22	6,07	1379,6	19,76	2065,4	119,58	2254,5	300,79	-	-

Примітка. Складено за даними [107; 109]

Клієнтами як ВДЦП, так і НДУ були в основному емітенти та зберігачі цінних паперів. При цьому значна частка відкритих рахунків припадала саме на емітентів. Значну перевагу в здійсненні депозитарної діяльності за всіма показниками мав ВДЦП. Однак в останні роки спостерігалась тенденція до нарощення клієнтської бази та відповідно й зростання решти показників депозитарію НДУ. Це пов'язано з тим, що у відповідності до нового законодавства, саме на НДУ покладалась роль Центрального депозитарію країни.

На даний час держава розвиває необхідні технології в НДУ, інвестуючи туди додаткові ресурси, що на нашу думку є не логічним кроком. Доцільніше було б об'єднати НДУ та ВДЦП створивши Центральний депозитарій на базі саме ВДЦП. Тим паче, що держава мала вагомі частки в обох вищезазначених депозитаріях (рис.2.12).

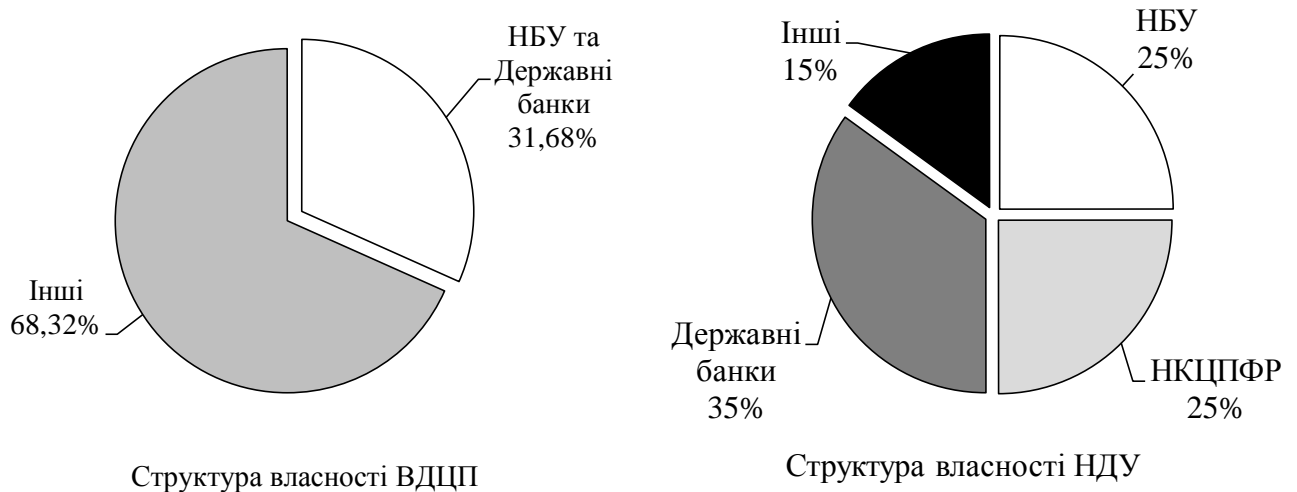


Рисунок 2.12 – Структура власності депозитаріїв ВДЦП та НДУ станом на 1.01.2013 р.

Примітка. Складено за даними [107; 109]

Результати проведеного дослідження засвідчують, що професійні учасники ринку володіли великою часткою в капіталі ВДЦП в той час як в НДУ їх частка надзвичайно мала. Тому з точки зору забезпечення справедливих

конкурентних відносин та недопущення дискримінації інших учасників ринку, об'єднання цих депозитаріїв забезпечило б, більш менш рівні умови як для держави, так і для учасників ринку.

Кліринг та розрахунки. Новий закон, ще будучи на стадії законопроекту викликав не мало дискусій і невдоволень в учасників ринку цінних паперів. Насамперед функціонери ринку не готові були визнати той факт, що відповідно до цього документу, в Україні передбачалось створення Розрахункового центру у вигляді акціонерного товариства з часткою державної власності (НБУ) в розмірі 100%. Це означало, що лише дана установа була б уповноважена виконувати клірингові операції (визначення зобов'язань по купівлі-продажу цінних паперів) та розрахунки з цінними паперами та похідними фінансовими інструментами.

Тобто функціонування Розрахункового Центру на вищезазначених засадах, які планувалось закріпити у законодавстві, передбачало :

- абсолютну відсутність конкуренції, так як біржі та інші учасники торгів не мають права самостійно обирати ту клірингову установу, якість діяльності та вартість клірингових послуг якої найбільш прийнятна для них.

- нав'язування безальтернативної та безваріантної моделі клірингу та розрахунків (відсутність гнучкості), що є наслідком відсутності можливостей конкурування у якості клірингових технологій.

- концентрацію фінансових ризиків в єдиній установі ринку.

Таким чином, передбачалось створення тотального монополіста на ринку клірингу та розрахунків. До цього в Україні кліринг та розрахунки здійснювали одразу кілька установ – депозитарії, біржі (за операціями з деривативами), а також депозитарій при НБУ (за операціями з облігаціями внутрішньої державної позики). Акціонери та керівництво фондових бірж «ПФТС» та «Української фондової біржі» категорично виступали проти створення такого центру. Результатом чого стало призупинення торгів на «Українській біржі» у 2012 році.

Така поведінка організаторів торгівлі пояснюється тим, що фондові біржі планували самостійно виконувати клірингову діяльність, використовуючи це, на фоні падаючої прибутковості, як ще одне джерело заробітку. Це підтверджується

і тим, що першопочатковий варіант законопроекту цілком влаштовував фондові біржі, оскільки передбачав можливість для них проводити розрахунки і кліринг самостійно. Цей вид діяльності – один з найпривабливіших для бірж з фінансової точки зору. Варто відзначити, що основний заробіток розрахунково-клірингової установи був би забезпечений не комісійними винагородами, а доходами від розміщення залишків вільних коштів учасників ринку, заблокованих під торги цінними паперами. Ними біржа могла б розпоряджатися на свій розсуд [118].

Однак, розрахунковий центр був створений. Окрім клірингової діяльності, на Розрахунковий центр покладено функції розрахункового банку для всіх учасників торгів на ринку цінних паперів. Закон встановив норму згідно з якою Центральний депозитарій та решта інфраструктурних організацій повинні зберігати свої гроші і гроші своїх клієнтів у Розрахунковому центрі, який, займаючись клірингом, бере на себе ринкові ризики. Крім підвищення ризиків, такі зміни мають для бірж і чисто прагматичний недолік: біржі втратять частину доходу, оскільки не зможуть надавати клірингові послуги. Другий негатив – це фінансовий удар по незалежним біржам, насамперед найбільш інноваційним майданчикам, які активно розвивають лінію сервісних продуктів. Відтепер жоден новий продукт не зможе бути створений без дозволу Розрахункового центру [17].

Якщо вбачалося в створенні Розрахункового Центру монополістичної клірингової установи за розрахунками з державними цінними паперами, то це не повинно обмежувати розрахунки за іншими цінними паперами, адже в такому разі знищується конкуренція на ринку розрахунків щодо правочинів з цінними паперами.

Такого посередника ринку як Розрахунковий центр, немає ні в одній країні світу. Адже така установа не створює доданої вартості, а тільки збільшує витрати, монополізує ринок розрахунків і підвищує складність інфраструктури, що впливає на ефективність її функціонування (рис. 2.13)

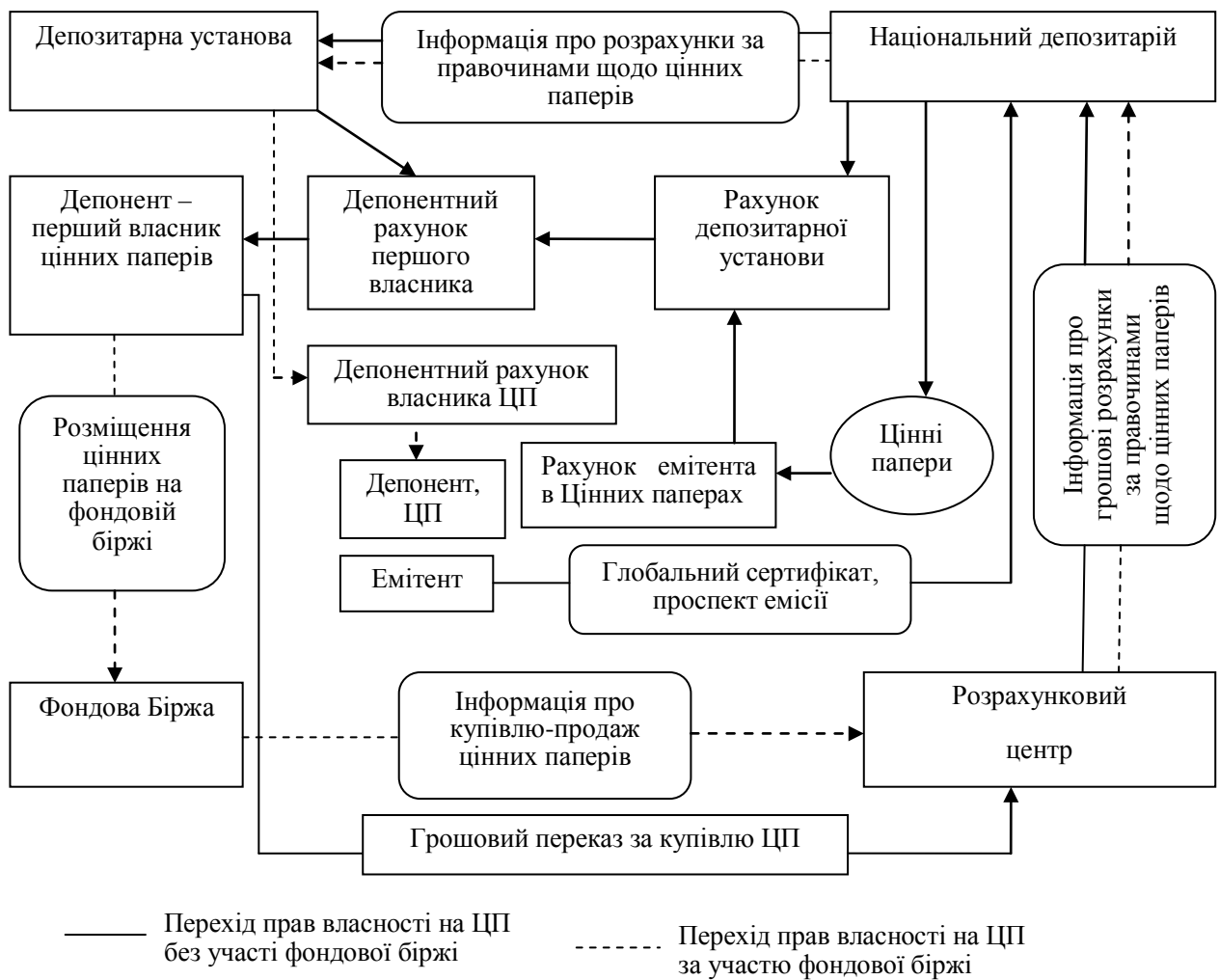


Рисунок 2.13 – Перехід прав власності на цінний папір

Примітка. Складено за даними [24]

Подавши глобальний сертифікат до центрального депозитарію, емітенту відкривається рахунок у цінних паперах, які можуть потім перераховуватись на рахунки депонентів в депозитарних установах, відповідно за їх розпорядженням. Власник цінних паперів, розміщує їх на біржі, де відбувається купівля-продаж цінних паперів. Інформація про здійснення транзакцій з цінними паперами надається до Розрахункового центру, який в свою чергу, проводить грошовий розрахунок на основі здійснених операцій з цінними паперами.

Від вище зазначених установ подається інформація про грошові операції до Центрального депозитарію, який отримавши відповідні

розпорядження від депозитарних установ перераховує цінні папери на рахунок депозитарної установи, яка в свою чергу зараховує цінні папери на рахунки депонентів, що продали цінні папери.

Операції за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, які проводяться не за принципом «поставка цінних паперів проти оплати», мають змогу виконувати інші організації, а саме клірингові установи, які зобов'язані протягом трьох місяців з дня отримання ліцензії на провадження клірингової діяльності укласти [110]:

- договір про проведення розрахунків у цінних паперах за результатами клірингу з Центральним депозитарієм цінних паперів або Національним банком України відповідно до компетенції, визначеної законом;

- договір про проведення грошових розрахунків за результатами клірингу з Розрахунковим центром з обслуговування договорів на фінансових ринках;

- договір про надання клірингових послуг із щонайменше однією фондовою біржею.

Але для цього таким установам необхідно відповідати певним умовам (тобто подолати вхідні бар'єри на ринок). Сюди варто віднести бар'єри адміністративно-економічного характеру. Так відповідно до статті 19-2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» - особа набуває статусу клірингової установи з дня отримання ліцензії на провадження клірингової діяльності та ліцензії Національного банку України на здійснення окремих банківських операцій у порядку, встановленому Національним Банком України.

Для того, щоб отримати ліцензію на провадження клірингової діяльності необхідно відповідати конкретним ліцензійним критеріям, які зазнали змін в результаті реформування законодавства в сфері депозитарної діяльності (табл. 2.15).

Таблиця 2.15 – Вимоги для отримання ліцензії на здійснення розрахунково-клірингової діяльності

Основні вимоги	Попередні вимоги	Діючі вимоги
Організаційна форма	Отримати ліцензію міг тільки депозитарій, який мав ліцензію на провадження депозитарної діяльності	Ліцензію може отримати юридична особа. Клірингова установа утворюється та функціонує у формі акціонерного товариства.
Статутний капітал	Статутний капітал депозитарію на дату подання заяви про видачу ліцензії повинен бути повністю сплачений у розмірі не менш як 15 мільйонів гривень	Мінімальний розмір статутного капіталу (який повинен бути сплачений коштами) повинен становити 1250 мінімальних заробіт-них плат, виходячи із ставки мінімальної заробітної плати, що діє на момент створення (реєстрації) акціонерного товариства
Кваліфікація персоналу	Керівні посадові особи заявника (його відокремлених підрозділів), усі працівники підрозділів депозитарію, які безпосередньо здійснюють розрахунково-клірингову діяльність, повинні бути сертифіковані. Керівник заявника повинен мати стаж роботи на фондовому ринку не менше трьох років. Повинен мати не менше п'яти сертифікованих у встановленому порядку фахівців (у тому числі керівні посадові особи) та по чотири сертифікованих фахівці (у тому числі керівні посадові особи) - для відокремленого підрозділу депозитарію.	Сертифікованими в установленому комісією порядку повинні бути керівні посадові особи, яким надані повноваження щодо провадження клірингової діяльності, та не менше п'яти фахівців у підрозділі, якому надані повноваження щодо здійснення клірингової діяльності, та по два спеціалісти (у тому числі керівні посадові особи) - для відокремленого підрозділу. Керівник заявника повинен мати стаж роботи на фондовому ринку не менше трьох років,
Внутрішня документація	Регламент здійснення розрахунково-клірингової діяльності; внутрішній порядок проведення розрахунково-клірингових операцій щодо цінних паперів; внутрішнє положення про розрахунково-клірингову діяльність; положення про внутрішній контроль за здійсненням розрахунково-клірингових операцій.	Правила клірингу, погоджені Національним банком України; документ, що визначає порядок організації та здійснення внутрішнього аудиту (контролю); документ, що визначає систему управління ризиками та гарантій із зазначенням видів ризиків, методики їх розрахунку, заходи зниження ризиків, порядок та умови їх застосування.

Примітка. Складено за даними [23; 110; 113]

Отже, у відповідності до нового законодавства відбулось послаблення економіко-адміністративних бар'єрів для виходу на ринок клірингової діяльності в Україні, що по суті є позитивним явищем, адже дає можливість більшій кількості установ, розпочати функціонування в сфері клірингу та розрахунків. Таке послаблення вимог, перш за все пов'язано з тим, що раніше кліринг здійснювали депозитарії, відповідно до цього й встановлювались більш жорсткі ліцензійні умови. Однак, визначивши кліринг як окремий несумісний з іншими, видом діяльності учасникам ринку необхідно створювати нові установи, затрачати додаткові ресурси.

Таким чином, встановлюються нерівні умови допуску до здійснення клірингової діяльності для Розрахункового центру, який фінансується державою, з одного боку, та решти клірингових установ з іншого, що суперечить засадам ринкової конкуренції.

Регулювання конкурентних відносин між учасниками розрахунково-клірингової діяльності в депозитарній системі. Вітчизняна депозитарна система характеризується наявністю проблем управління, регулювання та нагляду, що обумовлюється недосконалим правовим середовищем, так як нормативно-правова база не враховує сучасні особливості функціонування професійних учасників ринку розрахунково - клірингової діяльності. Крім цього, існує надлишкове регулювання в силу впливу на суб'єктів ринку різних наглядових органів, внаслідок чого, відбувається дублювання певних функцій різними регуляторами, у сфері нагляду за суб'єктами ринку цінних паперів.

Вище зазначене, вимагає від держави проведення зваженої та ефективної політики реформування вітчизняної депозитарної системи. Запроваджені в останні роки реформи в депозитарній системі України, встановлюють на ринку цінних паперів два монополіста Національний депозитарій та Розрахунковий центр.

З створенням Розрахункового центру, який здійснює клірингові розрахунки, відбувається обмеження учасників та діяльності яку вони виконують. В той час, як створення Центрального депозитарію дає можливість

консолідувати всю інформацію стосовно майнових прав власників цінних паперів, що робить простішим доступ для інвесторів до такої інформації та посилює прозорість ринку цінних паперів, що є передумовою залучення більш широкого кола учасників, а це забезпечує розвиток конкуренції на ринку. Проаналізувавши функції регулювання, покладені на Центральний депозитарій законодавством про депозитарну систему, то, можна зробити висновок, що роль на ринку такого «монополіста» є надзвичайно вагомою.

Однак, значимість для ринку Розрахункового центру як іншого штучного монополіста є суперечливою. Крім монополізації, негативним явищем є те, що Розрахунковий центр фактично став регулятором і для фондових бірж, нав'язуючи їм досить дискусійні технологічні «інновації». Розрахунковий центр сьогодні стоїть над біржовим ринком, що неприйнятно і не має аналогів у світі. На біржі кожен день відбуваються тисячі операцій з купівлі та продажу цінних паперів, в яких бере участь велика кількість брокерів і приватних інвесторів. Розрахунки по кожній операції окремо вимагають величезного технологічного ресурсу. Тому кліринг на біржі – узгодження оплати та зобов'язань за договорами кожного учасника торгів з урахуванням всіх здійснених ним угод це – необхідність [17].

В розроблених рекомендаціях Міжнародною організацією комісій з цінних паперів наголошується на необхідності розвитку конкуренції в сегменті клірингу та розрахунків, оскільки за відсутності монополії ринкові сили мають самостійно забезпечити стимули для контролю над витратами. Крім того, враховуючи різноманітність способів управління ризиками, необхідність підвищення гнучкості та зручності в діяльності клірингових установ, надання їм певної самостійності, з метою створення конкурентного середовища, доцільно дозволити кліринговим установам розробляти власні правила здійснення клірингової діяльності, які повинні містити умови допуску до участі в клірингу, порядок виконання клірингових процедур, створення та використання клірингових фондів, використання інших процедур з мінімізації ризиків [187].

Таким чином, концентрація в руках держави розрахункових операцій з цінними паперами, у вигляді функціонування Розрахункового центру, не відповідає засадам конкурентного ринку.

На основі проведеного дослідження зарубіжного досвіду забезпечення конкуренції у функціонуванні розрахунково-клірингової діяльності в депозитарній системі ринку цінних паперів європейських країн, наведеного в підрозділі 1.3, та враховуючи специфіку вітчизняного ринку цінних паперів пропонується впровадити механізм демонополізації розрахунково-клірингової діяльності на ринку цінних паперів України (рис.2.14).



Рисунок 2.14 – Механізм демонополізації розрахунково-клірингової діяльності

Примітка. Складено автором

Так ліквідація Розрахункового центру, передача матеріальної бази, технологій та функцій Національному депозитарію забезпечить:

- розвиток конкуренції та зменшення надлишкового регулювання;
- уніфікацію операцій та обміну інформації в депозитарній системі;

– рівність в правах учасників депозитарної системи. Так як структура власності центрального депозитарію України сформована на паритетних засадах (50% держава, у вигляді НБУ (25%) і НКЦПРФ (25%) та інші учасники фінансового ринку - 50%), на відміну від Розрахункового центру, де державі належать близько 80%.

Також, необхідно надати право проводити розрахунки та кліринг стосовно операцій з цінними паперами різним інституціям ринку цінних паперів, так як це діє в ЄС, зокрема, враховуючи особливості вітчизняного ринку пропонується:

– забезпечити право фондовим біржам здійснювати кліринг та розрахунки стосовно операцій здійснених з акціями, корпоративними облігаціями та похідними цінними паперами;

– забезпечити право кліринговим організаціям, здійснювати кліринг та розрахунки стосовно операцій з акціями корпоративними облігаціями та похідними цінними паперами;

– забезпечити виключне право Центральному депозитарію та НБУ здійснювати кліринг та розрахунки за операціями з державними цінними паперами.

Застосування такого механізму диверсифікує рзрахунково-клірингові операції між учасниками депозитарної системи, демонополізує систему грошових розрахунків, і сприятиме розвитку конкуренції та розвитку технологій, що забезпечують процес надання розрахункових та клірингових послуг інституційними учасниками ринку.

Ще одним ключовим елементом впровадження механізму демонополізації сегменту розрахунково-клірингової діяльності має стати забезпечення конкурентних засад в розміщенні фінансових ресурсів учасниками ринку цінних паперів. Адже на сучасному етапі, для забезпечення виплати доходів за цінними паперами, при погашенні боргових цінних паперів, у тому числі за тими цінними паперами, які розміщені та обертаються за межами України, чи при здійсненні емітентом інших корпоративних операцій, Центральний депозитарій відкриває грошовий рахунок у Розрахунковому центрі.

Також Розрахунковий центр відкриває та веде грошові рахунки інших учасників фондового ринку зокрема і конкуруючих з ним клірингових установ. Це суперечить засадам конкуренції та є доволі ризикованою ситуацією адже, Розрахунковий центр як кліринговий та розрахунковий контрагент приймає на себе значні ризики, тому концентрація грошових ресурсів учасниками ринку в одній установі є негативним явищем для фінансової безпеки.

Основне завдання розрахунково-клірингових установ, фондових бірж та Центрального депозитарію в частині розрахунку та клірингу, повинно лежати в межах ефективного забезпечення клірингу та розрахунку за угодою, що передбачає визначення обсягу зобов'язань та наявності ресурсів для виконання таких зобов'язань. Такі установи повинні застосовувати механізми гарантування розрахунку за угодами, зокрема використовувати, активи внесені учасниками угод у вигляді гарантійних депозитів та відрахування до гарантійного фонду, з метою забезпечення виконання взятих зобов'язань між учасниками угоди.

Тому необхідно на рівні законодавства врегулювати можливий розрахунок грошима Національного банку України (за посередництва грошових рахунків учасників розрахунку в НБУ) та Національного депозитарію за розрахунками з державними цінними паперами, а також грошима комерційного банку (за посередництва грошових рахунків в комерційному банку) за акціями, корпоративними облігаціями та деривативами.

Виходячи з цього, диверсифікація фінансових розрахунків та децентралізація депонування коштів з розміщенням їх на рахунках різних установ сприятиме розвитку конкуренції учасників розрахунково-клірингової діяльності депозитарної системи ринку цінних паперів України, а також зменшить фінансові ризики для всіх учасників процесу депозитарного обслуговування.

Висновки до розділу 2

1. В результаті проведеного дослідження встановлено, що ринок цінних паперів України, характеризується високою долею операцій, що здійснюються не в межах організованого ринку, це свідчить про слабкий його розвиток та

низьку ефективність. Незважаючи на позитивну динаміку обсягів угод, укладених на торговельних майданчиках за період з 2004-2013 рік, основний масив операцій з цінними паперами в Україні відбувається не на організованому ринку. Таким чином, значний обсяг торгів здійснюється поза межами впливу регуляторних інституцій

2. Встановлено, що в останні роки на українському ринку цінних паперів відбувається перерозподіл обсягів торговельної діяльності та відповідно зміна часток, які займають торгові майданчики. Аналіз концентрації фондових бірж показав, що конкурентна структура вітчизняного організованого ринку цінних паперів протягом 2004-2013 років постійно змінювалась (практично від монополії до олігополії). Якщо раніше майже всі операції були сконцентровані на одній біржі ПАТ «Фондова біржа «ПФТС»», то з 2009 року – фактично на трьох організаторах торгівлі: ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»», ПАТ «Українська біржа» та ПАТ «Фондова біржа «ПФТС»».

3. Виявлено, що в процесі своєї діяльності фондові біржі недостатньо уваги приділяють ідентифікації маніпулятивних дій з цінними паперами. Існуючі методи не враховують індивідуальні цінові відхилення, а базуються або на обсягах купівлі-продажу фінансового інструменту, або встановленому, загальному для всіх акцій, рівні зміни ціни. Дивно, що в умовах, коли фондові біржі мають можливість самостійно визначати показники виявлення нестандартних угод, по суті механізм виявлення маніпуляцій, на організаторах торгівлі, носить формальний характер.

4. Встановлено, що виникнення інституту первинних дилерів в Україні стало об'єктивною вимогою, зумовленою існуючою на той час ситуацією на ринку державних цінних паперів. Так, цінні папери, які випускались урядом характеризувались низьким рівнем ліквідності, що перш за все було спричинено слабкою довірою до держави. Як результат, ринок цінних паперів та національне господарство в цілому втрачали додаткові економічні вигоди.

5. Виявлено, що критерії, за якими здійснюється відбір первинних дилерів, недостатньо деталізовані. Так з трьох основних вимог, першим двом

відповідає близько 90% банківських установ. Статус первинного дилера фактично надається на основі одного критерію. Між ексклюзивними правами, які отримують первинні дилери та їх обов'язками існує дисбаланс, який в інших країнах, де діє аналогічний інститут, не так виражений

6. Обґрунтовано, що дотримання добросовісних конкурентних відносин між суб'єктами, які організовують розміщення державного боргу є важливим завданням регуляторних інституцій. Первинні дилери сприяють зростанню обсягів коштів, що залучаються до державного бюджету, підвищуючи ліквідність облігацій на ринку цінних паперів, що дає змогу державі отримувати ресурси за нижчими відсотковими ставками. Це відбулось в Україні, коли комерційні банки були допущені до аукціонів з розміщення облігацій внутрішніх державних позик.

7. Виявлено, що регулювання конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів, яке стосується попередження цінового маніпулювання та підтримання ліквідності ринку державних цінних паперів, значною мірою реалізується через присутність державних банків серед дилерів. Це зменшує ризик неконкурентної змови з метою впливу на ціни державних цінних паперів.

8. Встановлено, що депозитарна система в Україні перебуває на стадії становлення. До депозитарної діяльності віднесено діяльність із зберігання цінних паперів, при цьому, ліквідовано нижню ланку системи депозитарного обліку у вигляді реєстраторів цінних паперів. Загалом депозитарну діяльність сконцентровано в особі Центрального депозитарію, що є позитивною і необхідною зміною, яка впливає на ефективність та прозорість ринку цінних паперів. Відсутність в минулому єдиного інформаційного середовища в депозитарній системі, заважала залученню широкого кола інвесторів та розвитку конкурентних відносин, через низьку прозорість операцій з цінними паперами.

9. Визначено, що організації, які виходять на ринок клірингової діяльності потребують усунення економічних та адміністративних бар'єрів. Так, для здійснення клірингу та розрахунків за цінними паперами, доцільно

було б залучити фондові біржі, які найбільш зацікавлені в цьому. Однак, створення окремих установ, потребує від них вливання додаткових коштів, що на фоні їх падаючої прибутковості є досить проблематично. Саме тому не є раціональним створення державою Розрахункового центру, який займає монопольне становище в цьому сегменті. На ринках цінних паперів інших країн такого суб'єкта немає. Ця установа монополізує ринок розрахунково-клірингової діяльності, ускладнює процес ведення розрахункових операцій, створює надлишкове регулювання для учасників ринку.

10. Запропоновано механізм демонополізації розрахунково-клірингової діяльності на ринку цінних паперів. Він передбачає ліквідацію Розрахункового центру, надання прав на здійснення клірингу та розрахунків за операціями з акціями, корпоративними облігаціями, похідними цінними паперами фондовим біржам та кліринговим установам, а за операціями з державними цінними паперами – Центральному депозитарію та Національному банку України.

РОЗДІЛ 3

ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРОЦЕСІВ РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

3.1 Пріоритетні напрями регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів

Необхідність регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України, пов'язана з наявністю на ньому значних обмежень свободи конкуренції. Причиною цьому служить функціонування «привілейованих» учасників, пов'язаних з крупними фінансово-промисловими групами, які часто використовують адміністративний ресурс влади в країні. Завдяки значним фінансовим можливостям та протекціонізму з боку владних структур, такі групи формують олігопольний, або в окремих випадках навіть монопольний ринок.

Відповідно до цього, ринок цінних паперів України, як складова національного господарства, характеризується низьким рівнем прозорості і ефективності, в порівнянні з провідними іноземними ринками. Для нього характерні: порушення засад конкуренції в окремих сегментах, закритість, недостатній рівень захисту інвесторів, недосконалість механізму відстеження та протидії маніпуляціям та відсутність законодавчо закріплених норм належного покарання за такі дії.

Виходячи з вищезазначеного, *серед пріоритетних напрямів* вдосконалення процесів регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів в Україні, як інституту конкурентного та прозорого фінансового посередництва, можна виділити наступні:

- вдосконалення законодавства, що регулює питання визначення економічної концентрації та обмеження монопольного (домінуючого) положення на ринку цінних паперів;

– прийняття норм і впровадження процедур, що забезпечують контроль над дотриманням конкурентних засад діяльності на фондових біржах, зокрема створення механізмів протидії маніпуляціям при здійсненні торгівлі на ринку цінних паперів;

– усунення адміністративних та економічних бар'єрів, з метою мотивування входу на ринок більшої кількості учасників та підсилення конкурентної боротьби.

Економічна концентрація та обмеження частки володіння ринком. На різних сегментах ринку цінних паперів частка окремого учасника повинна оцінюватися в залежності від специфіки умов функціонування даного сектора ринку. Відзначимо, що частка конкретного сегмента ринку цінних паперів, яка припадає на конкретного суб'єкта господарювання на ринку, повинна відображати саме ринкову силу даного учасника ринку, в тому числі його можливості зловживання домінуючим становищем. Показником, що характеризує реальну ринкову владу окремих учасників ринку, за допомогою якого є можливість передбачати можливі негативні наслідки надмірної концентрації, є показник концентрації діяльності на окремих сегментах ринку цінних паперів, що характеризує специфіку діяльності такого сегменту.

Тому пропонуємо у Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» передбачити обмеження частки ринку якою може володіти один учасник ринку цінних паперів, за винятком фондових бірж, до 35 %, що є узгодженим показником із Законом України «Про захист економічної конкуренції».

У випадку, коли частка ринку сягає понад 35%, то одним з механізмів, який можна застосувати з метою обмеження та протидії розвитку монополізації ринку – це примусовий поділ організації, яка володіє долею ринку, що визначає її як існуючого або потенційного монополіста.

Тут можна використати досвід Канади, згідно якого, якщо частка ринку, яку займає підприємство знаходиться в межах 35-50%, проводиться детальна

експертиза діяльності такого підприємства. У випадку, коли частка фірми понад 50%, проводиться всебічне дослідження з метою виявлення можливостей поділу такої організації на кілька відокремлених фірм.

В процесі регулювання конкурентних відносин, розподіл монополіста на декілька фірм є домінуючим принципом, який використовується для забезпечення функціонування засад конкурентного ринку. Його застосування дає можливість обмежити монопольні прояви, відповідно підвищити конкуренцію між суб'єктами господарювання, знизити ціни, стимулювати вдосконалення продуктів та послуг, що створюються на ринку.

Пропоноване обмеження, щодо володіння часткою ринку, не стосується фондових бірж. На сучасному етапі в світі спостерігається тенденція до об'єднання організаторів торгів ринку цінних паперів, особливо на малих ринках з метою створення одного, двох конкурентоздатних торгових майданчиків. Адже об'єднання фондових бірж здійснюється з метою залучення якомога більшого кола учасників до торгівельної діяльності (емітентів, інвесторів, дилерів, брокерів), що дає вигоди для національного господарства країни в цілому.

Конкурентоздатність, внаслідок об'єднання, досягається за рахунок: укрупнення капіталу, що дає можливість для розвитку технологій, підвищення капіталізації та обсягів торгів, економії за рахунок ефекту масштабу, уніфікації правил лістингу.

Усвідомлюючи вищезазначені переваги в 2014 році був прийнятий план дій щодо об'єднання ПАТ «Українська біржа» та ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», як одних з найбільш вагомих торговельних майданчиків країни. Тому, враховуючи це, основна увага регуляторних інституцій повинна бути спрямована на контроль за тарифами за послуги, що будуть надаватись такою консолідованою біржею.

Організатори торгівлі надають послуги операторам ринку – дилерам, брокерам, керуючим цінними паперами, керуючим активами колективних

інвесторів, комерційним банкам щодо операцій з цінними паперами, а також (якщо це передбачено правилами організатора торгівлі) інвесторам.

Конкурентна боротьба між фондовими біржами ведеться за гроші, що направляються операторами ринку та інвесторами на купівлю цінних паперів. Доходом організатора торгівлі в основному виступає біржовий збір, який може виражатися як у відсотках від суми угоди, так і у вигляді фіксованої суми, стягнутої при вступі в члени організатора торгівлі.

Тому зловживання домінуючим становищем для організатора торгівлі може виражатися у встановленні завищених сум оплати за користування послугами фондової біржі. Таким чином для інфраструктурних інституцій ринку цінних паперів, до яких відносяться фондові біржі, значення показника частки, займаної даними суб'єктом на ринку, може не відображати ринкову силу такої інституції. Домінуюче положення виникає, як правило, не в силу володіння високою часткою ринку, а внаслідок інших причин.

За результатами дослідження конкурентного середовища організованого ринку цінних паперів, було встановлено, що ринок біржових послуг в Україні є олігопольним. В кожному з досліджуваних періодів частка одного організатора торгівлі в загальному обсязі виконаних угод на біржовому ринку перевищувала 30%, а в період з 2007-2008 рр. Ринок був фактично монополізований ПАТ «Фондова біржа «ПФТС», внаслідок відсутності технологічно розвинутих торгівельних майданчиків, які могли б з нею конкурувати.

Однак у 2013 році, частка одного з організаторів торгів, а саме ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» становила 67%. За результатами проведеного детального аналізу встановлено, що ключову роль у володінні високою долею ринку ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» відіграють операції, що виконуються з облігаціями внутрішньодержавної позики. Так, частка укладених угод з ОВДП в загальній кількості всіх укладених угод на ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» у 2013 році становила майже 80%. На нашу

думку, така ситуація склалась внаслідок зміни політичної влади в країні та застосування адміністративного ресурсу.

Враховуючи таку особливість функціонування цього торговельного майданчика, що за своєю суттю відображає загальну тенденцію біржового ринку, рекомендуємо Міністерству фінансів України встановити обмеження на операції, які здійснюються первинними дилерами з ОВДП. Враховуючи низький рівень розвитку ринку цінних паперів, активну діяльність лише декількох торговельних майданчиків, доцільно встановити максимальну частку ОВДП, придбаних на аукціоні з первинного розміщення, яку може реалізовувати первинний дилер на одній фондовій біржі в розмірі 35%.

Застосування в регулюванні конкурентних відносин такого елемента обмежувального механізму дасть змогу диверсифікувати діяльність первинних дилерів та забезпечить розподіл виконання угод з ОВДП на різних торговельних майданчиках України, що сприятиме розвитку конкурентного середовища на біржовому ринку цінних паперів. Крім того такий підхід знизить можливості використання політичних важелів на реалізацію державних цінних паперів.

Застосовувати механізми впливу для регулювання конкурентних відносин в повній мірі держава може лише на організованому ринку. Тому, важливим завданням в процесі регулювання є стимулювання його розвитку. Одним з ефективних стимулюючих засобів є податкова політика. Так значного ефекту в протидії неконтрольованому ринку цінних паперів, а відповідно й в зростанні його прозорості було досягнуто шляхом оподаткування всіх операцій з цінними паперами поза біржовим ринком.

Зростання обсягу операцій в структурі біржового сегменту становило понад 50%. Тому для подальшого зростання ліквідних та конкурентоздатних інструментів на ринку цінних паперів, збільшення частки біржового, тобто, контрольованого та прозорого ринку, в загальній структурі виконаних угод, доцільно підвищити ставку оподаткування на операції з цінними паперами,

квадратів [68, с. 28-32]. Застосувавши (3.2) до моделювання конкурентної структури біржового ринку України на основі статистичних даних наведених у підрозділі 2.1, модель (3.2) набере вигляду:

$$\begin{cases} x_{t+1} - x_t = a_1 x_t + b_1 y_t + c_1 z_t; \\ y_{t+1} - y_t = a_2 x_t + b_2 y_t + c_2 z_t; \\ z_{t+1} - z_t = a_3 x_t + b_3 y_t + c_3 z_t. \end{cases} \quad (3.3)$$

де, x_t – частка торгів, здійснюваних на біржі ПФТС,

y_t – частка торгів, здійснюваних на біржі «Перспектива»,

z_t – частка торгів, здійснюваних на інших біржах України.

Для знаходження невідомих коефіцієнтів, які описують «перетікання» часток торгів, застосуємо метод найменших квадратів. В результаті отримаємо три системи лінійних числових рівнянь

$$\begin{cases} a_1 \sum x_t^2 + b_1 \sum x_t y_t + c_1 \sum x_t z_t = \sum x_t \Delta x_t; \\ a_1 \sum x_t y_t + b_1 \sum y_t^2 + c_1 \sum y_t z_t = \sum y_t \Delta x_t; \\ a_1 \sum x_t z_t + b_1 \sum y_t z_t + c_1 \sum z_t^2 = \sum z_t \Delta x_t. \end{cases} \quad (3.4)$$

$$\begin{cases} a_2 \sum x_t^2 + b_2 \sum x_t y_t + c_2 \sum x_t z_t = \sum x_t \Delta y_t; \\ a_2 \sum x_t y_t + b_2 \sum y_t^2 + c_2 \sum y_t z_t = \sum y_t \Delta y_t; \\ a_2 \sum x_t z_t + b_2 \sum y_t z_t + c_2 \sum z_t^2 = \sum z_t \Delta y_t. \end{cases} \quad (3.5)$$

$$\begin{cases} a_3 \sum x_t^2 + b_3 \sum x_t y_t + c_3 \sum x_t z_t = \sum x_t \Delta z_t; \\ a_3 \sum x_t y_t + b_3 \sum y_t^2 + c_3 \sum y_t z_t = \sum y_t \Delta z_t; \\ a_3 \sum x_t z_t + b_3 \sum y_t z_t + c_3 \sum z_t^2 = \sum z_t \Delta z_t. \end{cases} \quad (3.6)$$

де $\Delta x_t = x_{t+1} - x_t$; $\Delta y_t = y_{t+1} - y_t$; $\Delta z_t = z_{t+1} - z_t$ – зміни часток торгів на відповідних біржах. В результаті розв'язування систем (3.4) – (3.6) ми

отримали значення коефіцієнтів $a_1 = -0.36; b_1 = -0.21; c_1 = 0.79; a_2 = 0.19; b_2 = 0.21; c_2 = -0.27; a_3 = 0.17; b_3 = 0.00; c_3 = -0.52$.

Використовуючи знайдені значення коефіцієнтів та модель (3.3), можна здійснювати прогнозування економічної концентрації. Так прогнозовані частки торгів, які будуть здійснюються на найбільших фондових біржах України у найближчий період представлений на рис. 3.1, аналіз якого показує, що будуть посилюватися процеси монополізації ринку.

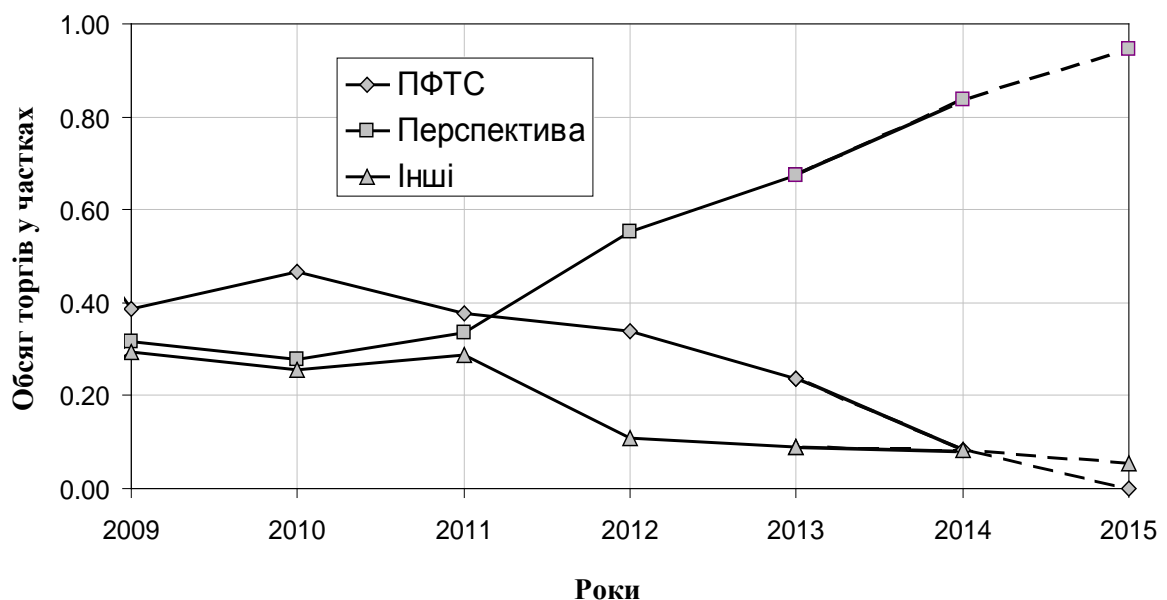


Рисунок 3.1 – Прогноз динаміки відносної частки торгівельних операцій виконаних на фондових біржах України

Примітка. Побудовано автором

Однак, оцінка змодельованого рівня економічної концентрації на окремих сегментах ринку цінних паперів повинна здійснюватись з метою виявлення ознак домінуючого положення того чи іншого учасника ринку, ступеня його впливу на інших суб'єктів. Це дає можливість оперативно відреагувати на факти зловживання домінуючим положенням.

Вдосконалення нормативно-правової бази в частині відстеження та попередження маніпулювання. Аналіз вітчизняного законодавства показав,

що існуючий перелік дій, які відносяться до маніпулятивних, 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» включити наступне:

– 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 по цінам що суттєво відрізняються від ринкових, які належать одному інвестору, по відношенню до 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 вище зазначених рекомендацій, необхідно посилити відповідальність за маніпуляції на ринку цінних паперів, яка в Україні порівняно з іншими країнами є надзвичайно ліберальною (табл. 3.1).

Порівнявши дані, наведені в таблиці, 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 маніпулятивних дій.

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 пропонується в частині:

Таблиця 3.1 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 рублів - Посадові особи 30-50 тис.рублів - юрид. особи: в сумі отриманого надлишкового доходу (завданого збитку) але на менше 700 тис. рублів Кримінальний штраф: - 500 тис рублів; - 1 млн.рублів	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 прецедентне право.	Повернення суми прибутку / відшкодування збитку
Велико-британія	До 7 років	Мінімальний розмір 100 000 фунтів та Двократний розмір отриманої вигоди	Повернення суми прибутку / відшкодування збитку
Інші Країни ЄС	2-4 роки	Величина 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	Відсутня	Адміністративні штрафи: - посадові особи - 1700-8500 грн. , повторне порушення – 8500-11900 - юр. особи - до 150% отриманої вигоди, або 170000 – 850000 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.13-14; 40; 44; 147, с. 67-69; 188; 190, с.11-12]

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, в залежності 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 позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк від трьох до п'яти років в залежності 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 мінімумів доходів громадян (або 170000- 1700000 грн.), в залежності 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 з позбавленням волі на строк від одного до 4 років в залежності від розміру збитку заподіяного маніпулятивними діями, або наявності (відсутності) змови групи осіб.

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

Усунення бар'єрів для входу на організований ринок більшої кількості учасників. Для реалізації цього напрямку важливо забезпечити баланс при встановленні вимог до лістингу цінних паперів. З однієї сторони, посилюючи регулювання в сфері нормативних критеріїв, які встановлюють фондові біржі до лістингу, відбувається допуск на ринок цінних паперів максимально прибуткових, фінансово-надійних, крупних емітентів. Це в свою чергу гарантує певну безпеку вкладень для інвесторів та скасування необхідності для них проводити відповідні дослідження, щодо пошуку, найбільш прибуткових та низько ризикових варіантів інвестиційних вкладень.

Однак, в умовах слабкого економічного розвитку національного господарства країни в цілому, та більшості підприємств зокрема, значна частина підприємств не здатна за фінансовими показниками конкурувати з крупними компаніями за включення до лістингових рівнів фондових бірж. Таким чином відбувається обмеження конкуренції щодо можливості обертання однотипних фінансових інструментів на біржовому ринку, а також обмежуються можливості підприємств, які розвиваються, в залученні додаткових фінансових ресурсів на ринку.

Тобто, існує низький рівень конкуренції між цінними паперами, які торгуються на фондових біржах, в силу невеликої кількості емітентів представлених на організованому ринку цінних паперів, а також між підприємствами загалом, в силу того, що великі акціонерні товариства, отримують більше можливостей в залученні ресурсів для фінансування своєї діяльності, в тому числі і через ринок цінних паперів.

Сучасні кризові тенденції у економічному та фінансовому секторі, обумовлюють зміщення акценту бірж з забезпечення обігу на ринку найбільш надійних інструментів, в сторону 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 в свою чергу підвищує ліквідність ринку, загострює конкуренцію між інструментами, що присутні на ринку.

Однак з іншої сторони підвищується ризик для інвесторів вкладення коштів в неякісні цінні папери. Тобто 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 забезпечувати відповідний рівень захисту інвесторів.

Загалом у світовій практиці щодо допуску цінних паперів до лістингу сформовано низку 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.

Так, провідні вітчизняні фондові біржі акцентують увагу, в основному, на фінансових показниках та показниках ліквідності емітента цінних паперів у відповідності до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 та практично не встановлюють додаткових вимог до лістингу табл.3.2 .

Таблиця 3.2 – Критерії допуску акцій до лістингу на вітчизняних фондових біржах

Критерії для акцій емітента		Рівень лістингу	
		1	2
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	Частка акцій у вільному обігу (Free Float), %	15	-
	Мінімальна кількість укладених контрактів за останні місяці (шт.)/ мінімальна середньомісячна вартість контрактів (млн.грн.).	6 місяців 100/10	3місяці 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 [82; 83; 84; 111;112]

Таким чином, основні напрями вдосконалення лістингових вимог до акцій емітентів, в контексті забезпечення розвитку конкурентного середовища, на нашу думку, повинні стосуватись двох основних аспектів (рис.3.2).

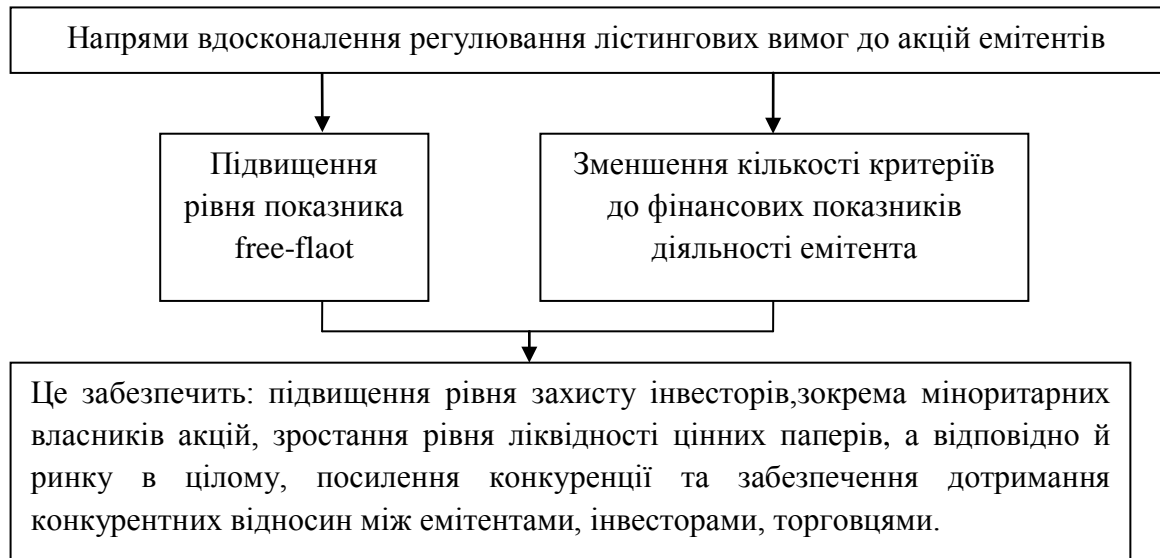


Рисунок 3.2 – Основні напрями вдосконалення лістингових вимог та ефект від їх застосування

Примітка. Побудовано автором

Отже, Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку, необхідно приділити увагу регламентації рівня показника «частки акцій у вільному обігу. Необхідно зауважити, що чим вищий 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 мажоритарних 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.3.3) необхідно, в Рішення НКЦПФР «Про затвердження положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 внести відповідні зміни.

Таблиця 3.3 – Мінімальні вимоги до показника free-float, світових фондових бірж

Країна	Назва біржі	Мінімальна вимога до free-float,%
1	2	3
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 фондова біржа	25
Індія	Бомбейська 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 [122]

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 зменшити кількість критеріїв, стосовно фінансових показників, до емітентів акцій. Ми вважаємо, що для першого рівня лістингу доцільно прибрати нормування значення такого фінансового показника як чисті активи. Для

другого рівня лістингу слід встановити мінімальну величину ринкової капіталізації на рівні еквівалентному 25 млн. грн., зменшити мінімальний розмір необхідного річного доходу від реалізації за останній фінансовий рік, до 25 млн. грн.

Такі кроки дадуть змогу знизити можливості для цінового маніпулювання, внаслідок зростання частки акцій у вільному обігу, що сприятиме розвитку конкурентних відносин між учасниками торгівельних операцій, підвищенню конкуренції між фінансовими інструментами, зокрема, та підприємствами, що функціонують на ринку цінних паперів загалом. Крім того, вищезазначені аспекти сприятимуть підвищенню ліквідності акцій емітентів та фондового ринку країни вцілому, стимулюватимуть дрібних інвесторів (населення зокрема) вкладати кошти в цінні папери.

3.2 Виявлення та протидія маніпулюванню на фондових біржах

Фондові біржі, які є центрами організованої торгівлі цінними паперами, завжди виконували регулятивну функцію по відношенню до інших учасників торгівельних операцій. Біржа, як інфраструктурний функціонер ринку, зацікавлена в тому, щоб всі її учасники дотримувались добросовісних конкурентних відносин в процесі ведення своєї діяльності, пов'язаної з купівлею-продажем цінних паперів, та несли відповідальність за виконані операції.

Так як довіра інвесторів до ринку цінних паперів є надзвичайно важливою для всіх учасників ринку, то фондова біржа, як втілення організованого ринку цінних паперів, неминуче являється інституцією, що повинна приймати участь в контролі за дотриманням конкуренції, справедливості ціноутворення, чесності та прозорості у здійсненні торгівельних операцій.

Згідно проведеного аналізу, враховуючи позитивну динаміку росту частки організованого (біржового ринку) в загальній структурі всіх

торгівельних операцій з цінними паперами, надзвичайно важливим є процес забезпечення справедливого, конкурентного утворення ціни на цінні папери, що реалізуються через фондові біржі. Ключовим напрямом, який необхідно забезпечити, є протидія та запобігання виникненню маніпулятивних явищ на організованому ринку цінних паперів.

Саме маніпулятивні дії на ринку цінних паперів порушують умови добросовісних конкурентних відносин, зокрема справедливого ціноутворення та рівності учасників торгівельної діяльності, а це в 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.

Отже, фондова біржа повинна мати ефективний механізм виявлення та швидкого реагування у разі виявлення маніпулятивних операцій з цінними паперами, які обертаються на такій біржі, з метою забезпечення конкурентних засад діяльності на організованому ринку цінних паперів. Схема побудови рекомендованого механізму протидії та попередження маніпуляцій з цінними паперами на фондовій біржі представлений на (рис. 3.3).

Застосування розроблених рекомендацій, спрямованих на підвищення ефективності регулювання конкурентних відносин в частині виявлення та протидії маніпулятивним діям, забезпечить:

- швидке, та ефективне реагування і протидію маніпулятивним діям з цінними паперами;
- постійний процес аналізу виконаних операцій учасниками фондової біржі, на предмет наявності ознак маніпулювання;
- всебічний процес аналізу фактів здійснення маніпуляцій (в режимі реального часу, розслідування та ретроспективний аналіз);
- постійний моніторинг здійснюваних операцій та контроль за дотримання конкурентних відносин між учасниками торгівельних операцій.

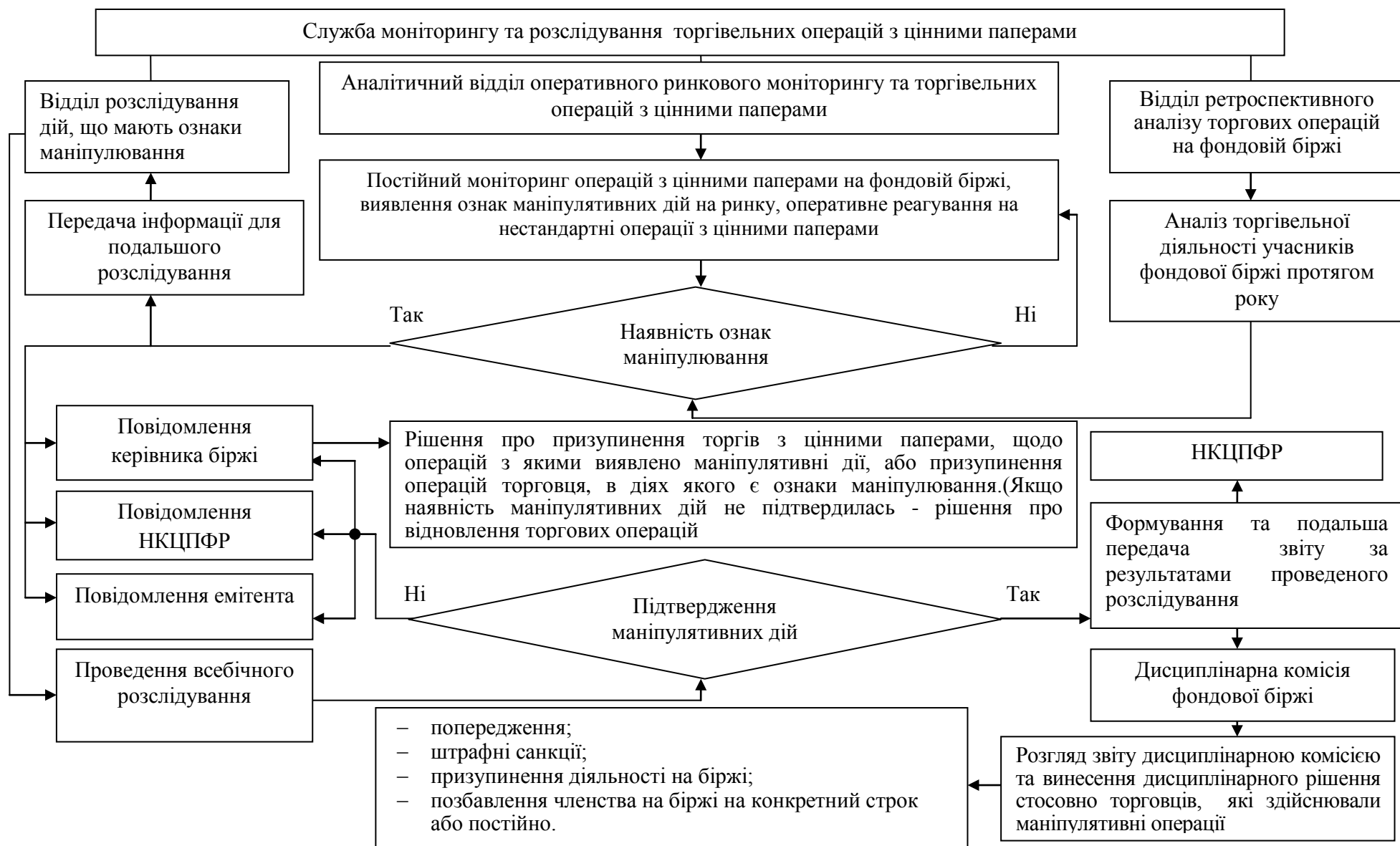


Рисунок 3.3 – Схема відстеження та послідовності дій при виявленні маніпулювання на фондових біржах

Примітка. Складено автором

В Україні законодавством передбачено, що фондові біржі самостійно визначають показники, що характеризують ситуацію цінової нестабільності і значних коливань цін на цінні папери, та встановлюють порядок їх розрахунку [112]. Однак, в процесі проведеного дослідження встановлено, що методи виявлення маніпулятивних дій потребують вдосконалення.

Найбільш ефективним та уніфікованим критерієм, що може служити оцінкою наявності маніпулятивних дій з цінними паперами є ціна. Тому, поряд з існуючими методами виявлення маніпуляцій з цінними паперами, рекомендуємо застосовувати розроблену методіку розрахунку індивідуального суттєвого відхилення ціни на цінні папери, зокрема акції, які обертаються на фондових біржах.

Індивідуальне суттєве відхилення ціни (ІСВЦ) може виступати критерієм укладення нестандартних угод (заявок), які мають ознаки неправомірного використання інсайдерської інформації та (або) маніпулювання ринком.

Розмір індивідуального суттєвого відхилення ціни на цінні папери пропонується розраховувати окремо для кожного цінного паперу, розрахунковий період – 30 торгових днів. Розмір ІСВЦ доцільно обчислювати на підставі даних про кількість операцій, обсяг угод, кількість осіб, в чиїх інтересах уклалися угоди, а також враховувати динаміку зміни всього ринку. До розрахунку включено обчислення бета-коефіцієнта для кожного цінного паперу і коефіцієнта кореляції:

$$ICBЦ = KL * |\beta| * R / (1 + \sqrt{BBBI}) * 100\% \quad (3.7)$$

де *ICBЦ* – індивідуальне суттєве відхилення ціни;

KL – коефіцієнт ліквідності;

$|\beta|$ – модуль бета коефіцієнта ;

$|R_i|$ – модуль коефіцієнта кореляції між значенням зведеного фондового індексу організатора торгівлі та ціни акції;

\sqrt{BBBI} – середнє відносне відхилення біржового індексу за 30 торгових днів.

Розрахунок *ІСВЦ* необхідно проводити в кінці кожного торгового дня, виключаючи з вибірки дані самого першого дня, та додавати до вибірки дані останнього торгового дня.

Коефіцієнт ліквідності пропонується визначати за наступною формулою :

$$KL = \frac{KOT + KКУД + KКО}{3} \quad (3.8)$$

де *KOT* – коефіцієнт обсягу торгів акціями в загальній кількості торгів;

KКУД – коефіцієнт кількості укладених договорів з конкретними акціями в загальній кількості укладених договорів по акціям;

KКО – коефіцієнт кількості осіб в інтересах яких були укладені угоди.

В свою чергу *KOT* пропонується розраховувати за формулою:

$$KOT = \frac{OT_{30}}{3OT_{30}} \quad (3.9)$$

де *OT₃₀* – обсяг укладених договорів з конкретними акціями за 30 торговельних днів, грн.;

3OT₃₀ – загальний обсяг торгів з акціями на фондовій біржі за 30 торговельних днів.

Коефіцієнт кількості укладених договорів з акціями в загальній кількості укладених договорів пропонується розраховувати за формулою:

$$KКУД = \frac{КУД_{30}}{ЗКУД_{30}} \quad (3.10)$$

де *КУД₃₀* – кількість укладених договорів з конкретними акціями за 30 торговельних днів;

ЗКУД₃₀ – загальна кількість укладених договорів з акціями на фондовій біржі за 30 торговельних днів.

Коефіцієнт кількості осіб, в інтересах яких були укладені угоди, пропонується визначати на основі табл.3.4. Значення коефіцієнта зменшується із зменшенням кількості осіб на користь яких укладена угода з акціями на біржі, що в свою чергу може служити ознакою наявності маніпулятивних операцій, тобто, в кінцевому результаті це буде зменшувати величину індивідуального суттєвого цінового відхилення, яке виступає критерієм оцінки наявності ознак маніпулятивних дій.

Таблиця 3.4 – Значення коефіцієнта кількості осіб, в залежності від кількості осіб в інтересах яких були укладені угоди з акціями

Кількість осіб в інтересах яких були укладені угоди	Значення коефіцієнта
Від 4000 осіб і більше	1
Від 3000 осіб до 3999 осіб	0,9
Від 2000 осіб до 2999 осіб	0,8
Від 1000 осіб до 1999 осіб	0,7
Від 900 осіб до 999 осіб	0,6
Від 800 осіб до 899 осіб	0,5
Від 700 осіб до 699 осіб	0,45
Від 600 осіб до 599 осіб	0,4
Від 500 осіб до 499 осіб	0,35
Від 400 осіб до 399 осіб	0,3
Від 300 осіб до 299 осіб	0,25
Від 200 осіб до 199 осіб	0,2
Від 100 осіб до 99 осіб	0,15
Від 1 особи до 99 осіб	0,1
0 осіб	0,05
	0

Примітка. Складено автором

Необхідність застосування шкали для визначення цього показника обумовлюється тим, що у випадку, навіть якби на біржі були наявні акції лише одного емітента, то їх мала б змогу придбати велика кількість різних осіб, чим більша кількість таких осіб тим менше ймовірність цінового маніпулювання, тому це необхідно враховувати. Тобто, запропонований метод визначення цього коефіцієнта на основі шкали, враховує факт купівлі акцій на користь різних осіб.

Для розрахунку бета коефіцієнта, метою визначення якого у нашому випадку є встановлення чутливості між зміною ціни окремо взятої акції та зміною величини біржового індексу, скористаємось формулою (3.11), яка характеризує чутливість доходності цінного паперу до зміни доходності ринкового портфеля та адаптуємо її у (3.12) з метою визначення цінової чутливості акцій:

$$|\beta| = \left| \frac{\sum (x_i - \bar{x}_i) * (y_i - \bar{y}_i)}{\sum (y_i - \bar{y}_i)^2} \right| \quad (3.11)$$

$$|\beta_i| = \left| \frac{\sum_{k=1}^n (\Delta P_i^k - \overline{\Delta P_i}) * (\Delta I^k - \overline{\Delta I})}{\sum_{k=1}^n (\Delta I^k - \overline{\Delta I})^2} \right| \quad (3.12)$$

де n – кількість торгових днів в розрахунковому періоді ($n=30$)

ΔP_i^k – відносна зміна ціни i -тої акції за k -й торговий день

ΔI^k – відносна зміна значення біржового індексу за k -й торговий день

$\overline{\Delta P_i}$ – середнє значення відносної зміни ціни i -ї акції за досліджуваний період;

$\overline{\Delta I}$ – середнє значення відносної зміни біржового індексу за досліджуваний період.

Після розрахунку бета коефіцієнту необхідно його скоригувати на коефіцієнт кореляції (3.13), який у нашому випадку характеризує ступінь залежності між зміною ціни на акцію та зміною величини біржового індексу (3.14).

$$|R| = \left| \frac{\sum (x_i - \bar{x}_i) * (y_i - \bar{y}_i)}{\sqrt{\sum (x_i - \bar{x}_i)^2 \sum (y_i - \bar{y}_i)^2}} \right| \quad (3.13)$$

$$|R_i| = \left| \frac{\sum_{k=1}^n (P_i^k - \bar{P}_i) * (I^k - \bar{I})}{\sqrt{\sum_{k=1}^n (P_i^k - \bar{P}_i)^2 * \sum_{k=1}^n (I^k - \bar{I})^2}} \right| \quad (3.14)$$

де P_i^k – ціна і-тої акції, на кінець k-го торгового дня;

\bar{P}_i – середнє значення ціни і-ї акції за досліджуваний період;

I^k – значення біржового індексу в кінці k-го торгового дня

\bar{I} – середнє значення біржового індексу за досліджуваний період.

Середнє відносне відхилення біржового індексу, пропонується розраховувати як середнє значення зміни біржового індексу взятє по модулю за 30 торговельних днів, що передують дню розрахунку суттєвого цінового відхилення:

$$\overline{ВВБІ} = \frac{\sum_{n=1}^{30} \left| \frac{БІ_3 - БІ_6}{БІ_6} \right|}{30} \quad (3.15)$$

де $ВВБІ$ – середнє відносне відхилення біржового індексу;

$БІ_3$ – значення біржового індексу на початок торгового дня, що передує дню розрахунку індивідуального суттєвого відхилення ціни;

$БІ_6$ – значення біржового індексу на кінець торгового дня, що передує дню розрахунку індивідуального суттєвого відхилення ціни.

Отже, використання такого підходу до виявлення фактів маніпулятивних дій з цінними паперами, базується на ціновому критерії, а саме індивідуальному суттєвому ціновому відхиленню, яке розраховується окремо для акцій конкретного емітента. Методика розрахунку цього показника для акції, враховує його ліквідність, зокрема частку об'єму торгів, частку кількості укладених договорів в загальній кількості, також береться до уваги кількість осіб на користь яких була укладена угода.

Ці показники дають можливість комплексно оцінити величину ліквідності акції та врахувати її вплив на величину зміни ціни акції. Використання бета-коефіцієнта дає можливість врахувати чутливість зміни ціни

акції до зміни величини біржового індексу, тобто береться до уваги цінова волатильність акції в залежності від ринкової ситуації. Застосування коефіцієнта кореляції враховує залежність між значенням зведеного фондового індексу організатора торгівлі та ціни цінного паперу.

Відсоткове відхилення біржового індексу дає можливість зважити величину *ІСВЦ* на загальну динаміку ринку. Таким чином, запропонована методика дає можливість оцінити граничну межу коливання ціни на акцію конкретного емітента, перевищення якої може бути сигналом укладення нестандартних угод та свідчити про наявність маніпулювання. Результати застосування запропонованої методики визначення *ІСВЦ* для акцій, які входять до індексного кошику ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та ПАТ «Українська біржа» наведені в табл. 3.5 та табл. 3.6.

Таблиця 3.5 – Розрахунок індивідуального суттєвого відхилення ціни на акції індексного кошика фондової біржі ПАТ «Фондова біржа «ПФТС»

Показники	КОТ	ККУД	ККО*	$ \beta $	$ R $	$\overline{ВВБІ}$	ІСВЦ
1	2	3	4	5	6	7	8
ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»	0,0032	0,0263	0,05	1,6395	0,9311153	0,0096	4,0809
ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	0,0032	0,0263	0,05	0,4774	0,6182319	0,0096	0,7891
ПАТ «Райфайзен банк аваль»	0,0033	0,0254	0,05	1,3409	0,3409041	0,0096	1,2107
ПАТ «Мотор січ»	0,0041	0,0265	0,05	0,9839	0,9762487	0,0096	2,6078
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	0,0032	0,0257	0,05	0,6336	0,729222	0,0096	1,2269
Пат «Дтек Дніпроенерго»	0,0034	0,0265	0,05	1,0595	0,7850482	0,0096	2,2385
Пат «Укрнафта»	0,0037	0,0279	0,05	1,0944	0,9859492	0,0096	2,9626
Пат «Дтек Західенерго»	0,0035	0,0346	0,05	0,1962	0,8460053	0,0096	0,4918
ВАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	0,0036	0,0268	0,05	1,2175	0,780368	0,0096	2,5721
ПАТ «Єнакієвський металургійний завод»	0,0035	0,0274	0,05	1,0908	0,8301436	0,0096	2,4641
Пат «Донбасенерго»	0,0032	0,0257	0,05	1,2019	0,4383184	0,0096	1,3986
Пат «Центренерго»	0,0089	0,0271	0,05	1,0033	0,9906473	0,0096	2,8772
Пат «МК Азовсталь»	0,0031	0,0260	0,05	1,1720	0,9234532	0,0096	2,8814
Пат «Харцизький трубний завод»	0,0035	0,0313	0,05	0,3481	0,2190817	0,0096	0,2176
Пат «Північний гірничо-збагачувальний комбінат»	0,0032	0,0268	0,05	1,1493	0,5911875	0,0096	1,8295
Пат «Концерн стирол»	0,0033	0,0249	0,05	1,2383	0,8031673	0,0096	2,6179

Продовження таблиці 3.5

1	2	3	4	5	6	7	8
ПАТ «Стахановський вагонобудівний завод»	0,0031	0,0257	0,05	0,4554	0,5661925	0,0096	0,6841
Пат «Укрсоцбанк»	0,0034	0,0265	0,05	1,0865	0,8688006	0,0096	2,5393
Пат «Укртелеком»	0,0035	0,0260	0,05	1,0449	0,8476242	0,0096	2,3683
ПАТ «Ясинівський коксохімічний завод»	0,0031	0,0257	0,05	0,5315	0,6573231	0,0096	0,9263

Примітки:

1. Для обрахунку індивідуального суттєвого відхилення ціни, взято мінімальне значення *ККО* з табл.3.2

2. Розраховано за даними додатків В, Г

Таблиця 3.6 – Розрахунок індивідуального суттєвого відхилення ціни на цінні папери індексного кошика фондової біржі ПАТ «Українська Біржа»

Показники	КОТ	ККУД	ККО*	$ \beta $	$ R $	$\overline{ВВБІ}$	ІСВЦ
ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»	0,0197	0,0606	0,05	1,1956	0,9292	1,0145	4,8939
ПАТ «МК «АЗОВСТАЛЬ»	0,0127	0,0415	0,05	0,9901	0,9135	1,0145	3,1875
ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	0,0194	0,0351	0,05	0,6505	0,9653	1,0145	2,2198
ПАТ «Райфайзен банк аваль»	0,1222	0,071	0,05	1,3649	0,2588	1,0145	2,9049
ПАТ «ЦЕНТРЕНЕРГО»	0,2371	0,1663	0,05	0,9288	0,9869	1,0145	14,053
ПАТ «Донбасенерго»	0,0716	0,0553	0,05	1,0319	0,4619	1,0145	2,8503
ПАТ «Єнакієвський металургійний завод»	0,0109	0,0307	0,05	1,0168	0,9063	1,0145	2,8561
ПАТ «МОТОР СІЧ»	0,3802	0,0979	0,05	0,8264	0,962	1,0145	14,198
ПАТ «УКРНАФТА»	0,0892	0,0593	0,05	0,9506	0,9747	1,0145	6,2182
ПАТ «Укрсоцбанк»	0,0056	0,0092	0,05	1,0012	0,9602	1,0145	2,1051

Примітки:

1. Для обрахунку суттєвого індивідуального відхилення ціни, взято мінімальне значення *ККО* з табл.3.2

2. Розраховано за даними додатків Г, Д

Порівнявши значення ІСВЦ, отримані для акцій, що обертаються на ПАТ«ПФТС» та ПАТ «Українська біржа» (табл.3.7), можна сказати, що значна

різниця *ІСВЦ*, спостерігаються за акціями таких емітентів як ПАТ «Моторсіч», ПАТ «Центренерго», ПАТ «Укрнафта».

Таблиця 3.7 – Різниця у розрахованому суттєвому відхиленні ціни на акції, що входять до індексного кошику ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та ПАТ «Українська біржа».

Показники	ІСВЦ		Різниця в значенні ІСВЦ на акції
	ПФТС	Українська Біржа	
ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»	4,0809	4,8939	0,812992904
ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	0,7891	2,2198	1,430699293
ПАТ «МК «АЗОВСТАЛЬ»	2,8814	3,1875	0,306068856
ПАТ «Райфайзен банк аваль»	1,2107	2,9049	1,694221288
ПАТ «ЦЕНТРЕНЕРГО»	2,8772	14,053	11,17595112
ПАТ «Донбасенерго»	1,3986	2,8503	1,451737745
ПАТ «Єнакієвський металургійний завод»	2,4641	2,8561	0,392000071
ПАТ «МОТОР СІЧ»	2,6078	14,198	11,59021301
ПАТ «УКРНАФТА»	2,9626	6,2182	3,255551821
ПАТ «Укрсоцбанк»	2,5393	2,1051	0,434192647

Примітка. Побудовано автором

Це пояснюється тим, що сукупна вага операцій з цими акціями за аналізований період на біржі ПФТС становила лише 1,67%, в той час, як на ПАТ «Українська біржа» – 70, 6%. Тобто, ліквідність акцій на «Українській біржі» значно вища, що й вплинуло на значну різницю в значеннях ІСВЦ. Загалом, якщо відкинути значення ІСВЦ для цих акцій, то середнє значення різниці між ІСВЦ по акціям індексного кошику ПАТ «Українська біржа» та «ПФТС» становить 1,22%. Тобто, отримані результати розрахованого *ІСВЦ* для акцій, які входять в індексний кошик та обертаються на біржах ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та ПАТ «Українська Біржа» є досить близькими.

Результати дослідження показали, що більш високі межі суттєвого відхилення ціни на акції індексного кошику фондових бірж, мають ті акції, які характеризуються високим рівнем ліквідності. Тобто операції з такими

інструментами здійснюються практично кожного торгового дня та у великих обсягах.

Загалом індексний кошик формується з найбільш ліквідних акцій, що представлені на ринку цінних паперів і які пройшли біржову реєстрацію та віднесені до відповідного рівня лістингу. Кожен торговельний майданчик встановлює власні вимоги, однак нормативними документами закріплені мінімальні вимоги до лістингу.

3.3 Попередження прояву негативних явищ конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів ринку цінних паперів

Відомо, що інститут первинних дилерів представляє загрозу конкурентному середовищу, адже первинні дилери отримують доходи за рахунок надання їм олігопольних можливостей при здійсненні посередництва між державою та ринком, якщо таким видом діяльності буде займатись лише обмежене число учасників, то існує небезпека їх змови [53].

Виходячи з цього, органам державної влади необхідно вживати ефективних заходів протидії проявам недобросовісної конкуренції. Загалом регулювання інституту первинних дилерів в Україні повинно базуватись на досягненні трьох ключових цілей:

- забезпечення доступу до аукціонів з розміщення державних цінних паперів якомога більшої кількості суб'єктів, які повинні гарантувати реалізацію облігацій на вигідних для держави умовах;

- забезпечення розвитку та дотримання добросовісних конкурентних відносин між учасниками інституту первинних дилерів, адже саме вони отримують достовірну інформацію про ціни, терміни та обсяги реалізації державних цінних паперів;

– підтримування ліквідності державних цінних паперів на вторинному ринку, що сприятиме створенню попиту на фінансові інструменти та стимулюватиме розвиток первинного ринку державних цінних паперів.

Вдосконалення процесу регулювання конкурентних відносин первинних дилерів в Україні, в контексті попередження проявів недобросовісної конкуренції їх діяльності впливає з необхідності забезпечення ефективних умов розміщення державних цінних паперів і повинно бути реалізоване у таких напрямках:

1. Розширення учасників інституту первинних дилерів.
2. Вдосконалення системи добору первинних дилерів.
3. Лімітування обсягів купівлі цінних паперів на аукціоні з розміщення державних цінних паперів.

Розширення кола учасників інституту первинних дилерів. На нашу думку, для розширення кола первинних дилерів та посилення конкуренції в цьому сегменті ринку цінних паперів, доцільно надати право для претендування на отримання статусу первинного дилера не лише банківським організаціям, а й іншим фінансово-кредитним установам, досвід функціонування яких, на ринку державних цінних паперів в якості первинних дилерів є в Ізраїлі, Греції, Угорщині, Литві та інших країнах.

Однак, необхідно передбачити норму, що на ринку цінних паперів в якості первинного дилера може бути представлена лише одна юридична особа з фінансово-промислової групи, холдингу, корпорації чи іншого об'єднання. Це знижує ймовірність змови, існування недобросовісної конкуренції та цінового маніпулювання зі сторони таких об'єднань.

Також для стимулювання виходу нових учасників та активізації існуючих, необхідно зменшити дисбаланс між правами та обов'язками, які покладено на первинних дилерів. Зокрема, стимулюючим фактором може стати дозвіл на подачу неконкурентних заявок на купівлю державних цінних паперів (можливість придбати додаткову кількість облігацій після закриття аукціону), однак механізм такої діяльності необхідно чітко прописати.

В цьому напрямку можна виділити різні варіанти процесу реалізації державних цінних паперів:

- спеціальне резервування державних цінних паперів під продаж на основі неконкурентних заявок;
- проведення другого раунду аукціону, у випадку, якщо обсяг цінних паперів, що передбачався, не був розміщений в процесі виконання конкурентних заявок;
- задоволення неконкурентних заявок після виконання конкурентних.

Вибір того чи іншого варіанту може залежати від особливостей політики розміщення державних цінних паперів. Однак оптимальним, на нашу думку, є третій варіант, так як дозволяє сформувати середньозважену ціну в процесі виконання конкурентних заявок, поданих від первинних дилерів, та на цій основі задовольнити неконкурентні заявки (рис 3.4).

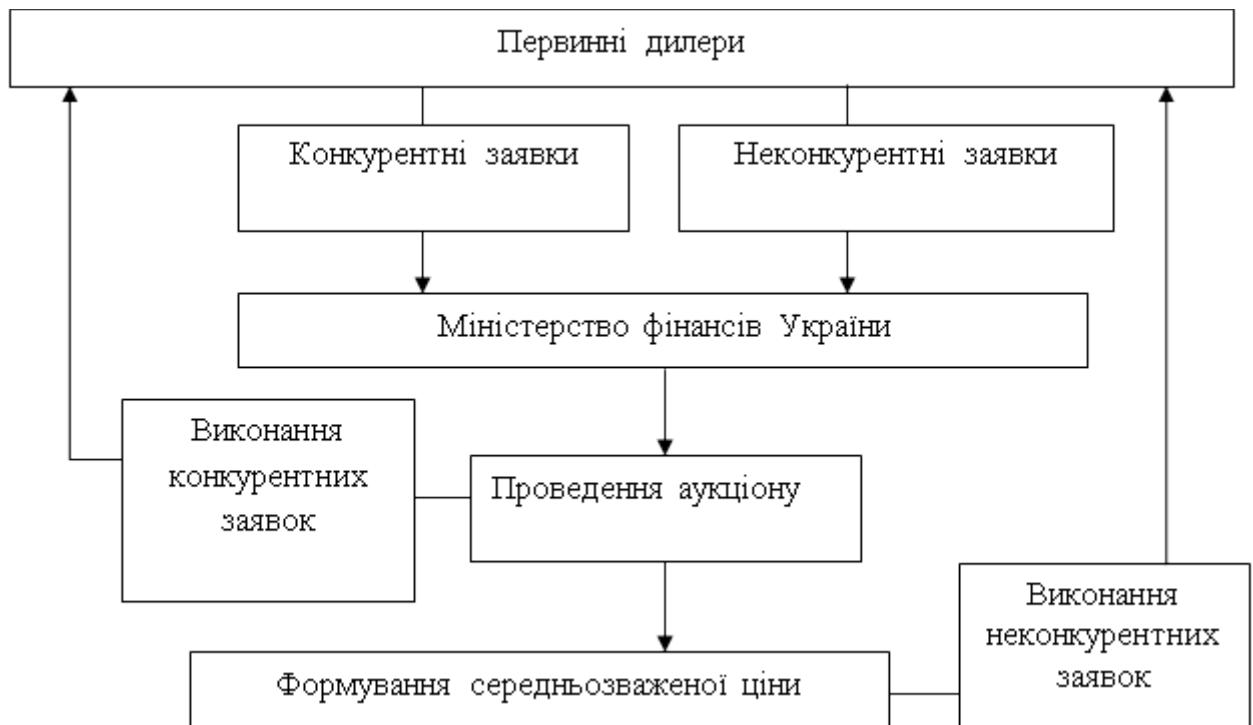


Рисунок 3.4 – Порядок виконання конкурентних та неконкурентних заявок

Примітка. Побудовано автором

В конкурентній заявці вказується обсяг та ціна, за якою дилер бажає придбати державні цінні папери. Ціна визначається у відсотках від номіналу. В свою чергу у неконкурентній заявці вказується загальна кількість цінних паперів, яку дилер готовий купити за середньозваженою ціною аукціону.

На цьому етапі необхідно встановити ліміт на величину неконкурентної заявки. Практика застосування такого обмеження є у Бельгії, Нідерландах, Іспанії, Греції (неконкурентна заявка не може перевищувати 20% від обсягу цінних паперів, що розміщуються на аукціоні), Ізраїлі (максимальна величина неконкурентної заявки не може перевищувати 5% від обсягу цінних паперів, що розміщуються на аукціоні), Сінгапурі (неконкурентна заявка не може бути більшою ніж 1% від обсягу цінних паперів, які розміщуються на аукціоні).

З врахуванням світового досвіду, потреби в забезпеченні дотримання конкурентних засад та необхідністю швидкого розміщення державних цінних паперів для фінансування дефіциту, доцільно встановити максимальну величину неконкурентної заявки в розмірі до 25% від придбаних дилером цінних паперів на основі конкурентних заявок.

Рекомендується на підставі зведеної інформації відповідно до заявок, що надійшли, Міністерству фінансів України, в межах встановленого обсягу випущених державних цінних паперів, зокрема ОВДП, встановлювати мінімальну ціну продажу облігацій. Конкурентні заявки пропонується виконувати за цінами, які в них зазначені, але не дешевше мінімальної ціни продажу. Всі неконкурентні заявки повинні задовольнятися за середньозваженою ціною виконаних у ході аукціону конкурентних заявок. Середньозважену ціну пропонується розраховувати як відношення суми добутку обсягу облігацій на їх ціну, відповідно до виконаних конкурентних заявок, до загального обсягу розміщених облігацій на основі конкурентних заявок.

Необхідно відмітити, що ринковий механізм повинен бути ключовим елементом у функціонуванні інституту первинних дилерів. Тобто, аукціони

повинні відбуватись повністю на ринковій основі, що передбачає визначення цін і доходності облігацій на основі пропозицій дилерів і в результаті вільної і добросовісної конкуренції між ними. Міністерство фінансів не повинно коригувати результати аукціону.

Однак, у деяких країнах, що розвиваються і країнах з перехідною економікою, уряд використовував зобов'язання дилерів по викупу державних облігацій для їх розміщення за штучно заниженими відсотковими ставками. За такого стану речей взаємовідносини між первинними дилерми та державою переставали бути добровільною угодою між рівноправними сторонами, від якої виграють обидва учасники, в разі дотримання її умов, і втрачали свій первинний зміст. Практика примусового розміщення облігацій може підірвати репутацію уряду і призвести до припинення участі приватних фінансових установ у розміщення державних боргових зобов'язань.

Вдосконалення системи добору первинних дилерів. В процесі дослідження встановлено, що на сьогодні фактично єдиний критерій на основі якого здійснюється відбір первинних дилерів – це кількість балів, які отримує претендент відповідно до обсягу торгівлі ОВДП, що оцінюються в розмірі 0,001 бала за 1 млн. гривень, за умови, якщо загальний обсяг торгівлі ОВДП становить не менше як 1 млрд. гривень. Це відбувається в силу того, що решті критеріїв відповідає дуже велике коло банківських установ.

Тому з врахуванням міжнародного досвіду, доцільно деталізувати та розширити існуючі критерії необхідні для отримання статусу первинного дилера, для забезпечення максимальної прозорості та конкретизації їх добору (табл. 3.8).

Деталізація критеріїв добору первинних дилерів спрямована на встановлення чіткого, зрозумілого та конкурентного процесу добору первинних дилерів в Україні. Запропоновані критерії стосуються двох основних аспектів – це фінансова надійність претендента та детальніша регламентація вимог, щодо досвіду роботи з державними цінними паперами. Адже досвід роботи та здатність реалізувати боргові зобов'язання за відповідними цінами є

надзвичайно важливим як для держави так і для дилера, і визначає його можливість конкурувати з іншими претендентами.

Таблиця 3.8 – Порівняння існуючих та пропонованих критеріїв добору первинних дилерів

Існуючі критерії	Пропоновані критерії
1. Ліцензія на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів (право на торгівлю цінними паперами)	1. Ліцензія на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів (право на торгівлю цінними паперами) та досвід роботи на ринку цінних паперів - 3 роки.
2. Сплачений статутний капітал в розмірі не менше 10 млн. євро	2. Сплачений статутний капітал в розмірі не менше 10 млн. євро та розмір чистих активів в розмірі не менше 500 млн.грн.
3. Практичний досвід роботи на ринку облігацій (загальний обсяг торгівлі облігаціями, з 2005 року, становить не менш як 1 млрд. гривень).	3. Практичний досвід з торгівлі державними цінними паперами в розмірі не менше 1 млрд. грн. за останні 3 роки
	4. Наявність відокремленого підрозділу, що спеціалізується на торгівлі державними цінними паперами

Примітка. Складено автором

Первинні дилери повинні бути ефективними «творцями» ринку державних цінних паперів. Різноманітність і високий рівень дилерської клієнтської бази, активність первинного дилера у відносинах з власними клієнтами, стабільний фінансовий стан, все це визначає якісну сторону дилера. Що стосується управлінського персоналу, то важливим є наявність кваліфікованого менеджменту та професійного штату трейдерів.

Таким чином, створивши інтерес для фінансових установ, в частині співпраці з розміщення державних цінних паперів, та встановивши необхідні критерії відбору для створення конкуренції в цьому сегменті, держава в такий спосіб не тільки отримує вигоду від взаємодії з такими установами, а й сприяє розвитку та вдосконаленню самих учасників інституту первинних дилерів.

Лімітування обсягів купівлі ОВДП. Виходячи із пропозиції з розширення кола первинних дилерів та рекомендованих критеріїв їх добору, пропонується встановити максимально-можливий (для обмеження можливих проявів недобросовісної конкуренції та спекуляції цінами на державні цінні папери) ліміт обсягу придбання державних цінних паперів на аукціонах з їх розміщення.

Створивши картель, дилери можуть заздалегідь узгодити свої пропозиції на аукціонах з розміщення державних облігацій, щоб занизити ціни на державні облігації (збільшивши таким чином доходність), а потім перепродати їх по вищих цінах. Аналогічно вони можуть домовитись про більший спред між цінами покупки і продажу, і більші комісійні на вторинному ринку. Така поведінка первинних дилерів підірве систему в цілому й обмежить розвиток ринку [35].

Тому, максимально-можливий обсяг придбання державних цінних паперів на аукціонах одним дилером, пропонується розраховувати для кожного первинного дилера індивідуально, враховуючи значення показників діяльності такого дилера, з використанням бальної шкали (табл. 3.9).

Таблиця 3.9 – Шкала для визначення ліміту купівлі державних цінних паперів первинними дилерами на аукціонах з їх розміщення, що проводиться

Міністерством фінансів

Показник	Значення	Бал
1	2	3
1. Величина статутного капіталу на дату проведення оцінки, млн. євро:	10-12	1
	12-14	2
	14-16	3
	16-20	4
	20 <	5
2. Величина чистих активів за попередній рік, млрд. грн.	1-3	1
	3-5	2
	5 – 8	3
	8-10	4
	10 <	5
3. Практичний досвід діяльності на ринку цінних паперів в частині торгів з державними цінними паперами, роки	3-4	1
	4-6	2
	6-8	3
	8-10	4
	10 <	5

Продовження таблиці 3.9

1	2	3
4. Обсяг операцій з державними цінними паперами за останні 3 роки, млрд. грн.	1-2	1
	2-4	2
	4-6	3
	6-8	4
	8<	5
5. Час відсутності на ринку з торгівлі державними облигаціями (обраховується за проміжок часу між аукціонами), год.	10<	1
	5-10	2
	3-5	3
	1-3	4
	0-1	5

Примітка: складено автором

Показники корелюють з критеріями добору первинних дилерів та відповідно характеризують особливості діяльності дилерів на ринку цінних паперів, дають можливість визначити надійність установи, досвідченість роботи з державними цінними паперами, здатність реалізувати цінні папери та забезпечити ліквідність ринку.

Після визначення кількості балів, для обрахунку ліміту обсягу купівлі цінних паперів на аукціоні до кожного дилера пропонується застосовувати формулу:

$$L_{кцп} = \frac{\sum B}{25} * 0,35 * 100\% \quad (3.16)$$

де, $L_{кцп}$ – ліміт для конкретного первинного дилера на купівлю державних цінних паперів на аукціонах з їх розміщення;

$\sum B$ – сума балів отримана первинним дилером на основі табл.3.9;

25 – максимальна можлива сума отриманих балів;

0,35 – коефіцієнт, який обмежує максимальну частку державних цінних паперів, яка може бути придбана одним первинним дилером на аукціоні.

Отже, така методика дозволяє, на основі комплексного підходу до показників діяльності первинних дилерів, визначити максимально можливий обсяг купівлі цінних паперів на аукціоні первинним дилером, з встановленим лімітом в розмірі 35%. Придбати максимальну частку (35%) первинний дилер

зможе лише у випадку максимальної відповідності системі показників, що пропонуються для оцінки його діяльності.

Встановлення обмежувачого коефіцієнта у розмірі 0,35 здійснено з врахуванням вище запропонованих рекомендацій, вітчизняного конкурентного законодавства, міжнародного досвіду стосовно такого обмеження, та практики визначення домінуючого положення суб'єкта на ринку. Крім того, державі необхідно підтримувати зацікавленість у купівлі емітованих нею цінних паперів, тому вважаємо обмежувачий коефіцієнт у розмірі 0,35 оптимальним.

Застосувавши такий підхід забезпечується розвиток конкуренції між первинними дилерами, за право купівлі великого обсягу державних цінних паперів та обмежується ймовірність монополізації одним учасником ринку, купівлі цінних паперів на аукціонах з їх розміщення.

Для підвищення ефективності регулювання конкурентних відносин між первинними дилерами раціонально консолідувати регуляторні повноваження в межах однієї інституції, у вітчизняних умовах це може бути Міністерство фінансів України (рис. 3.5).

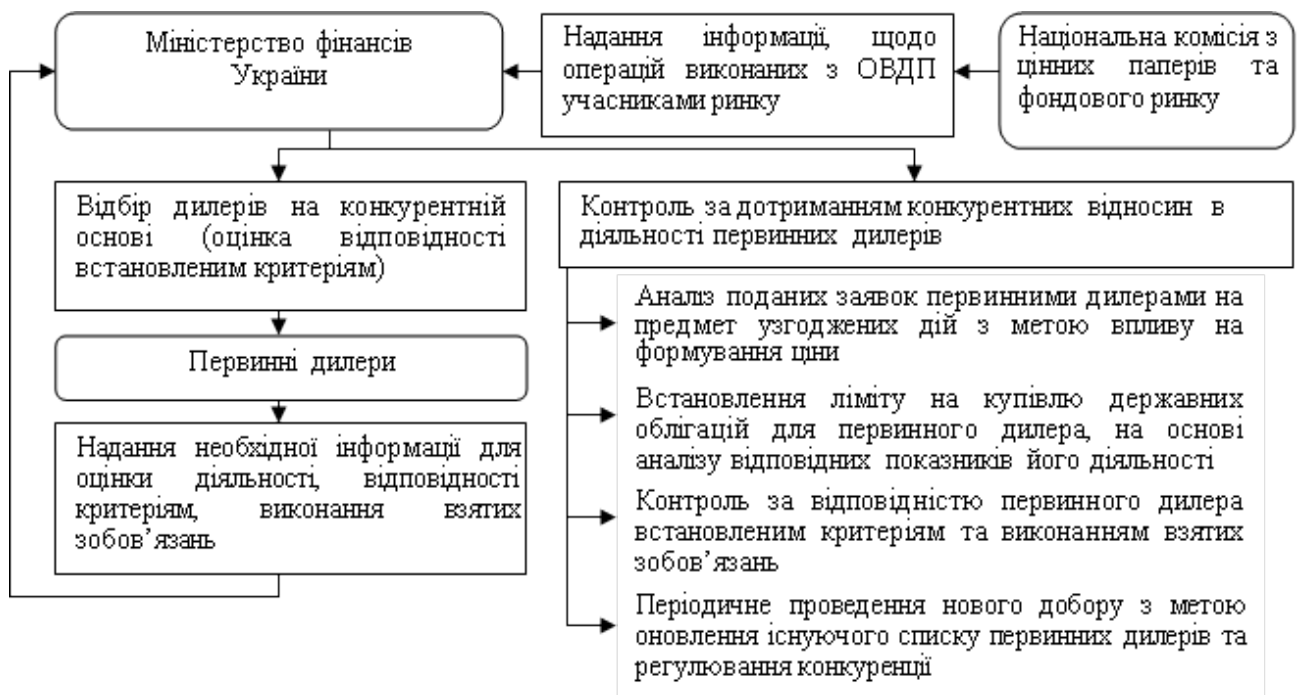


Рисунок 3.5 – Процес забезпечення конкурентних засад діяльності інституту первинних дилерів на вітчизняному ринку цінних паперів

Примітка. Побудовано автором

На сьогодні відбір первинних дилерів здійснює Міністерство фінансів України, укладає з ними договори про співпрацю, організовує аукціони з розміщення державних облігацій, тому доцільно щоб саме цей орган державної влади забезпечував контроль за дотриманням добросовісних конкурентних відносин між ними. Важливим етапом реалізації розроблених пропозицій, є налагодження ефективної системи інформаційного обміну між Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку і Міністерством фінансів України.

Висновки до розділу 3

1. Обґрунтовано, що з метою підвищення ефективності регулювання конкуренції, оцінку концентрації суб'єктів ринку цінних паперів доцільно проводити з врахуванням специфіки сегменту ринку. Так, частка якою володіє окремий суб'єкт господарювання, повинна характеризувати його ринкову силу, в тому числі його можливості щодо зловживання домінуючим становищем. Тому, запропоновано у вітчизняному законодавстві, зокрема у Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» передбачити обмеження частки ринку, якою може володіти один учасник до 35%, за виключенням фондових бірж, так як консолідація торговельних операцій в межах одного-двох торговельних майданчиків підвищує привабливість ринку цінних паперів, приносить економічні вигоди для економіки країни та сприяє посиленню конкурентоздатності фондової біржі на світовому ринку. В такому випадку основну увагу необхідно приділяти контролю за тарифами на біржові послуги.

2. Для попередження маніпулювання та розвитку добросовісних конкурентних відносин на ринку цінних паперів, запропоновано доповнити перелік маніпулятивних дій, що наведений в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Необхідно посилити

відповідальність за маніпуляції на ринку цінних паперів, що передбачена Кодексом України про адміністративні правопорушення та Кримінальним кодексом України, яка в порівнянні з іншими країнами є незначною.

3. Автором запропоновано основні шляхи вдосконалення лістингових вимог до акцій емітентів. Вони стосуються підвищення частки акцій у вільному обігу та зменшення кількості критеріїв до фінансових показників діяльності емітента. Це забезпечить дотримання конкурентних відносин між емітентами, інвесторами та іншими учасниками торгів, а також зростання рівня ліквідності цінних паперів.

4. Для фондових бірж запропоновано вдосконалити систему моніторингу торгівельної діяльності, що включає зміну послідовності дій у випадку виявлення фактів маніпулювання з цінними паперами. Це передбачає оцінку торгівельних операцій як в режимі реального часу, так і проведення ретроспективного аналізу відповідним підрозділом фондової біржі.

5. Запропоновано визначати індивідуальне суттєве цінове відхилення для виявлення маніпулятивних дій з акціями. При цьому враховується їх ліквідність (на основі розрахунку частки обсягу торгів, частки укладених договорів, а також кількості осіб на користь яких було укладено угоди), чутливість зміни ціни акції до зміни величини біржового індексу (тобто враховується цінова волатильність), залежність між значенням зведеного фондового індексу організатора торгівлі та ціни цінного паперу, загальна динаміка ринку. Таким чином, сформований комплексний підхід щодо визначення меж, в яких може здійснюватись коливання ціни на конкретну акцію, перевищення яких є сигналом укладення нестандартних угод і може свідчити про наявність цінового маніпулювання, яке порушує умови добросовісної конкуренції.

6. Зазначено, що регулювання конкурентних відносин між первинними дилерами повинно стосуватись їх конкурентного добору та регламентування основних засад діяльності. Автором, розроблено рекомендації, які спрямовані

на збільшення кількості учасників інституту первинних дилерів та вдосконалення системи критеріїв отримання статусу первинного дилера. Вони передбачають розширення та деталізацію існуючих вимог добору та надання права стати первинним дилером не тільки банкам, а й іншим фінансово-кредитним установам.

7. Для попередження негативних явищ в конкурентних відносинах між первинними дилерами, зокрема отримання монопольного становища та можливостей впливу на формування ціни на державні цінні папери, рекомендовано розраховувати ліміт на їх придбання для кожного первинного дилера індивідуально. При цьому пропонується враховувати значення показників діяльності такого дилера, з використанням бальної шкали.

8. Обґрунтовано доцільність надання повноважень з контролю за дотриманням добросовісних конкурентних відносин між первинними дилерами Міністерству фінансів України, так як саме цей орган державної влади укладає з ними договори про співпрацю та організовує аукціони з розміщення державних облігацій.

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі розв'язана науково-практична задача вдосконалення регулювання та розвитку конкурентних відносин на ринку цінних паперів України. Результати проведеного дослідження дозволяють сформулювати наступні висновки та пропозиції:

1. Всі учасники ринку здійснюють свою діяльність в конкретних умовах, які визначають особливості та характер їх функціонування. Враховуючи те, що ринок і його структура знаходиться в динамічному процесі змін та розвитку, поглиблений аналіз сутності категорій «конкуренція», «ринок цінних паперів», «фондовий ринок» дозволив сформулювати авторське трактування поняття «конкурентні відносини на ринку цінних паперів», суть якого полягає у взаємодії між професійними учасниками ринку цінних паперів, яка проявляється як суперництво, боротьба та співпраця в процесі надання фінансових послуг з метою отримання прибутку.

2. У роботі обґрунтовано, що регулювання конкурентних відносин повинно відбуватись у постійному зв'язку між суб'єктами та об'єктом регулювання. Встановлено що, суб'єктами, регулювання конкурентних відносин виступають державні органи влади та саморегулювльні організації. Об'єктом регулювання конкурентних відносин визначено діяльність учасників ринку цінних паперів у процесі надання фінансових послуг. З врахуванням цього, автором сформовано ефективний процес регулювання конкурентних відносин на вітчизняному ринку цінних паперів.

3. Доведено, що при формуванні системи регулювання конкуренції на ринку цінних паперів, яка б забезпечувала існування та розвиток конкурентних відносин, Україні доцільно використовувати досвід зарубіжних країн та пристосовувати його до особливостей функціонування національного господарства. Це дасть можливість підвищити ефективність вітчизняної системи регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів.

4. Виявлено, що фондові біржі вітчизняного ринку цінних паперів використовують недосконалий механізм ідентифікації маніпулятивних дій. Дослідження існуючих методів відстеження та протидії маніпулюванню дозволило сформулювати напрями їх розвитку та вдосконалення. Вони спрямовані на забезпечення справедливого ціноутворення та підтримання добросовісних конкурентних відносин між учасниками торгів на фондових біржах.

5. Встановлено, що регулювання конкурентних відносин в діяльності первинних дилерів значною мірою реалізується через присутність у складі дилерів державних банків. Це зменшує ризик монопольної змови та ймовірність впливу на ціни державних цінних паперів. Виявлено необхідність вдосконалення системи критеріїв для отримання статусу первинного дилера та обмеження обсягу купівлі цінних паперів одним дилером.

6. В результаті дослідження особливостей реформування вітчизняної депозитарної системи встановлено, що на ринку штучно створено два монополіста – Центральний депозитарій та Розрахунковий центр. Так, існування Центрального депозитарію позитивно впливає на транспарентність ринку та сприяє розвитку конкуренції, тоді як концентрація розрахункових операцій з цінними паперами в особі Розрахункового центру, створює надлишкове регулювання, перешкоджає розвитку конкуренції на ринку.

7. З врахуванням специфіки вітчизняного ринку цінних паперів, запропоновано механізм демонополізації ринку розрахунково-клірингової діяльності, що передбачає розподіл операцій з клірингу та розрахунків серед фондових бірж, клірингових установ, Центрального депозитарію та Національного банку України. Диверсифікація фінансових розрахунків та децентралізація системи депонування коштів сприятиме розвитку конкуренції серед суб'єктів розрахунково-клірингової діяльності депозитарної системи ринку цінних паперів України, а також зменшить фінансові ризики для всіх учасників процесу депозитарного обслуговування.

8. Виходячи з виявлених недоліків в підходах до ідентифікації та протидії маніпулятивним діям на організованому ринку цінних паперів,

запропоновано використовувати індивідуальне суттєве цінове відхилення, що дає можливість на основі комплексного аналізу виявити ознаки маніпулювання з акціями, які обертаються на фондових біржах. Це дозволить забезпечити справедливе ціноутворення та дасть можливість підвищити ефективність контролю за дотриманням добросовісних конкурентних відносин між учасниками торговельних операцій на фондових біржах вітчизняного ринку цінних паперів.

9. Запропоновано практичні рекомендації стосовно збільшення кола учасників інституту первинних дилерів та вдосконалено критерії їх добору, шляхом розширення та деталізації існуючих вимог. Обґрунтовано необхідність встановлення ліміту на обсяг купівлі державних облігацій первинним дилером на аукціонах з їх розміщення. Виходячи з цього розроблено методику визначення такого ліміту, яка ґрунтується на аналізі показників діяльності первинного дилера на ринку цінних паперів. Реалізація запропонованих положень забезпечить інтенсифікацію конкуренції між первинними дилерами за право купівлі державних облігацій, обмежить ймовірність монополізації ринку та можливості впливу на формування ціни учасниками аукціонів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.smida.gov.ua/>.
2. Азоев Г. Конкуренция: анализ, стратегия и практика: монография / Г.Азоев. – М.: Центр экономики и маркетинга, 1996. – 208 с.
3. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2012 рік [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство «Рюрік». – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_2012_review.pdf.
4. Бабадаева 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. Бабадаева. – М., 2011. – 26 с.
5. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебное пособие / Т.Б. Бердникова. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 270 с.
6. Болдуєва О. В. Інституційні основи підвищення ефективності державного регулювання ринку цінних паперів в Україні / О.В. Болдуєва // Вісник Запорізького нац. ун-ту. – 2012. – № 3 (15). – С. 171–175.
7. Буднік М. М. Фінансовий ринок : навч. пос. / М.М. Буднік, Л.С. Мартюшева, Н.В. Сабліна . – К: Центр учбової літ., 2009. – 334 с.
8. Вахрушин И. В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / И.В. Вахрушин. – М., 2009. – 174 с.
9. Види та розміри платежів за послуги, що надаються Публічним акціонерним товариством «Східно – Європейська фондова біржа» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі «Східно-Європейська фондова біржа». – Режим доступу: <http://www.eese.com.ua/ua/rates>.

10. Внутрішні положення ПАТ «Фондова біржа ПФТС» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі «ПФТС». – Режим доступу: <http://www.pfts.ua/uk/stock-exchange-tariffs/>.
11. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Галанов. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 379 с.
12. Гальперин В. М. Микроэкономика. Т. 2 / В.М. Гальперин, С. М. Игнатъев, В. И. Моргунов. – СПб.: Экономическая школа ГУВШЭ, 1999. – 501 с.
13. Герасименко А. Еволюція теорії конкуренції в історії економічної думки XVIII–XX століть / А. Герасименко // Вісник Київського нац. торговельно-економічного ун-ту. – 2009. – № 1. – С. 102–114.
14. Германия. Нормативно-правовая база в области регулирования ВЭД [Електронний ресурс]. Режим доступу: http://www.ved.gov.ru/exportcountries/de/about_de/laws_ved_de/?action=showproduct&id=4139&parent=0&start=3
15. Гойко А.Ф. Организация рынка финансового капитала и инвестиций в Украине / А.Ф. Гойко. – К.: Будівельник, 1995. — 208 с.
16. Гуляев Г. Ю. Эволюция теории конкуренции / Г.Ю. Гуляев // Известия ПГПУ им. В. Г. Белинского. – 2012. – № 28. – С. 317–321.
17. Депозитарный шок с последствиями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://gazeta.zn.ua/ECONOMICS/depozitarnyy_shok_s_posledstviyami.html.
18. Деева Н. Е. Депозитарний облік цінних паперів в умовах їх дематеріалізації [Електронний ресурс] / Н. Е. Деева. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/Portal/Soc_Gum/Tiru/2010_30_1/Deeva.pdf.
19. Деева Н.Е. Капіталізація фондового ринку України : проблеми оцінки й реакція на кризу / Н.Е.Деева // Економічний вісник Донбасу. – 2009. – № 4 (18). – С. 115–121.
20. Еш С. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. / С.М. Еш. – К.: Центр учбової літ., 2009. – 528 с.
21. Європейська інтеграція та Україна: навч.-метод. посібник. – К.: Макрос, 2002. – 480 с.

22. Загальний огляд фондового ринку України : 2013 рік [Електронний ресурс] / Національний Банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2384602>.

23. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. №710/97-ВР. Редакція від 06.07.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/710/97-%D0%B2%D1%80>.

24. Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 р. №5178-VI. Редакція від 11.10.2013 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.

25. Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого вдосконалення адміністрування податків та зборів» від 06.12.2012 р. № 5519-VI [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5519-17>.

26. Закон України «Про захист економічної конкуренції» від 11.01.2001 р. № 2210-III. Редакція від 11.08.2013 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2210-14>.

27. Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 р. №710/97-ВР. Редакція від 04.07.2012р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/710/97-%D0%B2%D1%80>.

28. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006р. № 3480-IV [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

29. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2012 рік [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=375216&cat_id=255473.

30. Звітність ПАТ «Перспектива» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі «Перспектива». – Режим доступу: <http://fbr.com.ua>.

31. Звітність ПАТ «Фондова біржа ПФТС» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі «ПФТС». – Режим доступу: <http://www.pfts.com/uk/pfts-report>.

32. Инструкции Министерства Финансов Республики Молдова и Национального банка Молдовы о размещении, обращении и выкупе государственных ценных бумаг в форме записей на счетах (утвержденной МФ 10.08.2007 г. с № 08/3-1/308 и решением Админсовета НБМ № 201 от 09.08.2007 г. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bnm.md/files/index\(515\).pdf](http://www.bnm.md/files/index(515).pdf).

33. Іголкін С. Демоніополізація / С. Іголкін // Конкуренція. – 2002. – №2. – С. 10–12.

34. Индексы акций биржевого индексу ПАТ «ПФТС» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі ПАТ «ПФТС». – Режим доступу: <http://www.pfts.ua/uk/shares-indexes/>.

35. Інститут первинних дилерів в Україні. Чому і як потрібно його запроваджувати [Електронний ресурс] / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. –Режим доступу: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2007/W1_ukr.pdf.

36. Інститут первинних дилерів на ринку державних цінних паперів України [Електронний ресурс] / Стратегічні орієнтири. – Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=1606>.

37. Інформація про торги акціями з індексного кошика [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі «Українська біржа». – Режим доступу: <http://www.ux.ua/ua/marketdata/>.

38. Карпушкина А.В. Рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики России: автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.01 «Финансы, денежное обращение и кредит» / А. В. Карпушкина. – Челябинск, 1999. – 20 с.

39. Ковальчук А.Т. Фінансовий словник / А.Т. Ковальчук. – 2-ге вид.– К.: Знання, 2006. – 287 с.
40. Кодекс України про адміністративні правопорушення від 07.12.1984р. № 8073-Х. Редакція від 22.07.2014 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: [http:// zakon1.rada.gov.ua/laws/show/80731-10](http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/80731-10).
41. Конкуренция и антимонопольное регулирование : учебное пособие / [С.Б. Авдашев, В.А. Аронин, А.Н. Голомолзин, А.Г. Цыганов]. – М.: Логос, 1999. – 368 с.
42. Контракти з первинними дилерами державних цінних паперів. Міжнародне порівняння та висновки для України [Електронний ресурс] / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. – Режим доступу: http://www.ier.com.ua/ua/publications/consultancy_work/?pid=1854.
43. Котлер Ф. Маркетинг менеджмент: экс пресс-курс / Ф. Котлер; пер. с англ. под ред. С. Г. Божук. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2006. – 464 с.
44. Кримінальний кодекс України від 05.04.2001р. № 2341-III. Редакція від 19.06.2014 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2341-14>.
45. Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н.С. Кузнєцова, І.Р. Назарчук. – К.: Юринком Ін- тер, 1998. – с. 518с.
46. Куліш О.А. Фондовий ринок у системі економічних відносин : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.01.01 «Економічна теорія та історія економічної думки» / О.А. Куліш. – Донецьк, 2008. – 20 с.
47. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г.Кучер // Вісник Київського нац. торговельно-економічного ун-ту. – 2011. – № 2. – С. 47–65.
48. Лазарева Н. Б. Фондовый рынок: вопросы методологии и теории: автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.01 «Финансы, денежное обращение и кредит» [Електронний ресурс] /

Н.Б. Лазарева. – М., 2005. – 20 с. – Режим доступа: <http://www.dissercat.com/content/fondovyi-rynok-voprosy-metodologii-i-teorii>.

49. Латвийский центральный депозитарий [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nasdaqomxbaltic.com/en/csd/s/latvian-csd/3794769/>.

50. Лукашов А. В. Расчетно-клиринговая система и глобальная фондовая архитектура / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2006. – №06(18). – С. 352–372.

51. Любка О.В. Фондовый рынок Украины: особенности формирования та перспективи розвитку: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / О.В. Любка ; Київський нац. ун-т ім. Т.Шевченка. – К., 2003. – 20 с. – укр.

52. Люльчак З.С. Соціально-економічна сутність природних монополій / З. С. Люльчак // Вісник НУ «Львівська політехніка» «Логістика». – Львів, 2006. – № 552. – С. 82–87.

53. Макконахи Р. Первичные дилеры на рынках государственных ценных бумаг [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb06_ru.pdf.

54. Макконнелл К.Р. Экономика / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю; пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2003. – 983 с.

55. Макроекономічні показники [Електронний ресурс] / Національний Банк України. – Режим доступа : <http://www.bank.gov.ua/files/stat.pdf>.

56. Мендрул О. Г. Ринок цінних паперів: навч. посібник / О.Г. Мендрул, І. А. Шевчук. – К.: КНЕУ, 1998. – 152 с.

57. Минфин предложил воссоздать институт первичных дилеров на рынке ОФЗ [Электронный ресурс] / РосБизнесКонсалтинг. – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/digest/index.shtml?commerciant/2011/06/03/33311373>.

58. Миркин Я. Фондовые биржи в России: статья коммерческими, чтобы выжить [Электронный ресурс] / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 10. – Режим доступа: <http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=1206>.

59. Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизмы развития: дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 / Я.М. Миркин. – М., 2003. – 575 с.
60. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг : учебное пособие / Я.М.Миркин. – М., 2002. – 88 с.
61. Могилко Л. Аналіз ефективності здійснених внутрішніх та зовнішніх облігаційних запозичень України / Л.Могилко // Економічний форум. – 2013. – Вип.1. – С. 336–345.
62. Моделювання і прогнозування стану довкілля / В.І. Лаврик, В.М. Боголюбов, Л.М. Полетаєва та ін. – К.: ВЦ "Академія", 2010. – 400 с.
63. Мозговий О. М. Фондовий ринок: навч. посібник / О.М. Мозговий. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
64. Мочерний С.В. Економічна енциклопедія: в 3 т. Т.3 / За ред. Мочерного С. В. – К.: Академія, 2002. – 952 с.
65. Мочерний С.В. Економічна енциклопедія: в 3 т. Т.2 / За ред. Мочерного С. В. – К.: Академія, 2001. – 847 с.
66. Мочерний С.В. Основи підприємницької діяльності: посібник / С.В. Мочерний, О.А.Устенко, С.І. Чоботар. – К.: Академія, 2003. – 280 с.
67. Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку відбору та функціонування первинних дилерів» від 10.06.2009 № 757 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: [http:// zakon1.rada.gov.ua /laws/show/z0596-09](http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0596-09).
68. Наконечний С.І., Терещенко Т.О., Романюк Т.П. Економетрія. – К.: КНЕУ, 1997. – 352 с.
69. Нгуєн Мінь Дик Фондовий ринок як фактор підприємницького середовища в умовах перехідної економіки: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук: спец. 08.06.02 «Підприємництво, менеджмент та маркетинг» / Нгуєн Мінь Дик. – Донецьк, 1999. – 16 с.

70. Нескородева І. Особливості функціонування фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sciencepractice.com.ua/uk/component/content/article/53-2013-08-19-13-40-46/146-2013-08-26-17-46-25.html>.

71. Ніколаєва А.М. Проблеми та перспективи здійснення ефективної депозитарної діяльності в Україні [Електронний ресурс] / А.М. Ніколаєва, О.А. Ліщук. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/7_NMIW_2011/Economics/4_80911.doc.htm.

72. Овчинников А. Первичные дилеры на рынке государственных ценных бумаг: обязанности или права [Електронний ресурс] / А.Овчинников // Рынок ценных бумаг. – Режим доступу: <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.Aspx?id=900>.

73. Оскольський В.В. Діяльність фондових бірж в системі розподілу інвестиційних ресурсів Україні / В.В. Оскольський, М.О. Трофімчук // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: фінансова політика та інвестиції : зб. наук. праць / Спілка економістів України, НУВГП. – К. : СЕУ; Рівне : НУВГП, 2011. – Вип. 17. – №1. – С. 54–63.

74. Оскольський В.В. Інвестиційні процеси на фондовому ринку України / В.В. Оскольський, М.О. Трофімчук // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: фінансова політика та інвестиції : зб. наук. праць / Спілка економістів України, НУВГП. – К. : СЕУ; Рівне : НУВГП, 2012. – Вип.18. – № 4. – С. 53–62.

75. Основні показники діяльності банків України [Електронний ресурс] / Національний Банк України. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798.

76. Павлов В.І. Оцінка діяльності інституту первинних дилерів на вітчизняному ринку цінних паперів / В.І.Павлов,М.О.Трофімчук // Економіст. – 2014. – №6. – С. 34–38.

77. Павлов В.І. Трансформація депозитарної системи України в контексті євроінтеграції / В.І. Павлов, М.О. Трофімчук // Соціально-економічні

проблеми сучасного періоду України. Регіональний розвиток та транскордонне співробітництво: зб. наук. пр. / НАН України, Ін-т регіональних досліджень. – Львів, 2014. – Вип. 3(107). – С. 285–292.

78. Павлов В.І. Формування інституційної системи ринку цінних паперів в Україні : [монографія] / В.І. Павлов, Н.М. Кондрацька. – Рівне: НУВГП, 2011. – 294 с.

79. Перелік послуг, які надаються ПАТ «Українська Міжнародна Фондова Біржа» та розмір оплати за них [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі «Українська міжнародна фондова біржа». – Режим доступу: <http://www.uise.com.ua/>.

80. Портер М. Конкуренція / М. Портер; пер. с англ. – М.: Вільямс, 2005. – 608 с.

81. Постанова Кабінету Міністрів України «Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів». Положення від 14.04.2009 р. № 363 : редакція від 22.08.2013 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-%D0%BF/ed20130822>.

82. Правила фондової біржі «ПФТС» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pfts.ua/uk/documents/?get_file=1610.

83. Правила торгівлі фондової біржі ПАТ «Перспектива» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fbr.com.ua/docs/Norm/NewFile/Rules20140702.pdf>.

84. Правила торгівлі фондової біржі «Українська Біржа» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fs.uk.ua/files/27/>.

85. Проект рішення «Про затвердження Порядку виявлення та подання фондовими біржами Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку інформації про операції з цінними паперами та/або похідними (деривативами) у разі підозри використання інсайдерської інформації» [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/law/17060/1333353822.rar.

86. Пургин А.Н. Фондовый рынок в системе макроэкономической стабилизации: дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А.Н Пургин. – Екатеринбург, 2004. – 180 с.

87. Радаев В.В. Что такое конкуренция? / В.В. Радаев // Экономическая социология. – 2003. – Т.4. – № 2. – С. 16–25.

88. Разу М. Конкуренция как универсальное условие прогресса / М. Разу, А. Филиппов, // Современная конкуренция. – 2007. – №3(3). – С. 132–140.

89. Расчетно-клиринговые системы по ценным бумагам в Польше и в Европейском союзе [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.nbp.pl/en/system_platniczy/securities_settlement_systems_rus.pdf.

90. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик [Электронный ресурс] / Національний Банк України. – Режим доступа : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580.

91. Рейтинг первинних дилерів [Электронный ресурс] / Міністерство фінансів України. – Режим доступа : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?&cat_id=217334&stind=1.

92. Річна звітність ПАТ «ВТБ Банк» [Электронный ресурс] / ПАТ «ВТБ Банк». – Режим доступа: <http://www.vtb.com.ua/about/information/>.

93. Річна звітність ПАТ «Дельта Банк» [Электронный ресурс] / ПАТ «Дельта Банк». – Режим доступа: http://deltabank.com.ua/about/sp_info/.

94. Річна звітність ПАТ «КБ «Надра» [Электронный ресурс] / ПАТ «КБ «Надра». – Режим доступа: http://www.nadrabank.ua/site/page.php?Lang=UA&id_part=736.

95. Річна звітність ПАТ «Комерційний банк «Хрещатик» [Электронный ресурс] / ПАТ «Комерційний банк «Хрещатик». – Режим доступа: <http://www.xcitybank.com.ua/richni-zvity/>.

96. Річна звітність ПАТ «ОТП Банк» [Электронный ресурс] / ПАТ «ОТП Банк». – Режим доступа: <http://www.oschadnybank.com/ua/about/reporting/>.

97. Річна звітність ПАТ «Ощадбанк» [Електронний ресурс] / ПАТ «Ощадбанк». – Режим доступу: <http://www.oschadnybank.com/ua/about/reporting/>.

98. Річна звітність ПАТ «Перший Український Міжнародний Банк» [Електронний ресурс] / ПАТ «Перший Український Міжнародний Банк». – Режим доступу: http://pumb.ua/ua/about/financial_indicators/.

99. Річна звітність ПАТ «Райффайзен Банк Аваль» [Електронний ресурс] / ПАТ «Райффайзен Банк Аваль». Режим доступу: http://www.aval.ua/ru/about/bank_reports/.

100. Річна звітність ПАТ «Сбербанкросії» [Електронний ресурс] / ПАТ «Сбербанкросії». – Режим доступу: <http://www.sberbank.ua/>.

101. Річна звітність ПАТ «Стітібанк» [Електронний ресурс] / ПАТ «Стітібанк». – Режим доступу: <http://www.citigroup.com/citi/about/countrypresence/ukraine.html>

102. Річна звітність ПАТ «Укргазбанк» [Електронний ресурс] / ПАТ «Укргазбанк». – Режим доступу: http://www.ukrgasbank.com/ukr/about/annual_report/.

103. Річна звітність ПАТ «Укрексімбанк» [Електронний ресурс] / ПАТ «Укрексімбанк». – Режим доступу: <http://www.eximb.com/ukr>.

104. Річна звітність ПАТ «УкрСиббанк» [Електронний ресурс] / ПАТ «УкрСиббанк». – Режим доступу: <http://www.ukrsibbank.com/uk/pid8586/financial-reports.html>.

105. Річна звітність ПАТ «Універсалбанк» [Електронний ресурс] / ПАТ «Універсал банк». – Режим доступу: <http://www.universalbank.com.ua/finance-information.html>.

106. Річна звітність ПАТ «Укрсоцбанк» [Електронний ресурс] / ПАТ «Укрсоцбанк». – Режим доступу: <http://www.unicredit.ua/ipfinreport/>.

107. Річні звіти Національного депозитарію України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://csd.ua/>.

108. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт НКЦПФР. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

109. Річні звіти Розрахункового Центру з обслуговування договорів на фінансових ринках [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ausd.com.ua/>.

110. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 26.05.2011 р. №345 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0890-06/page>.

111. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі» від 14.06.2011 р. №716 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1045-11>.

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

113. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів), переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 14.05.2013 р. №817 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0854-13>.

114. Рубцов Б.Б. Фондовый рынок США [Електронний ресурс] / Б.Б. Рубцов // Портфельный инвестор. – 2008. – №3. – Режим доступу : http://www.mirkin.ru/_docs/rubcov_usa.pdf.

115. Савіна Н.Б. Аналіз прибуткових інструментів фондового ринку на основі методу відносних відхилень / Н. Б. Савіна // Проблеми економіки та управління: Вісник ДУ «Львівська політехніка», Львів, 1998. – № 353. – С. 104–107.

116. Савіна Н.Б. Метод відносних відхилень в аналізі інвестиційної діяльності фінансових посередників / Н. Б. Савіна // Вісник НУВГП : Економіка, Рівне, 2006. – Вип. 1(33). – С. 106–121.

117. Сахаров В.Є. Малий та середній бізнес / В.Є.Сахаров. – К.:ВНЗ «Національна академія управління», 2003. – 368 с.

118. Скатный двор [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.business.ua/articles/krizis/Skatnyu_dvor-34317.

119. Скибінський С.В. Маркетинг: підручник. Ч.1 / С.В. Скибінський. – Львів : Місіонер, 2000. – 640 с .

120. Служба Банка России по финансовым рынкам [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fcsm.ru/ru/about>.

121. Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж .Сорос; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 416 с.

122. Сравнительный анализ мировых фондовых бирж [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ey.com/.../Comparing-globalstock-exchanges-rus-2012.pdf>.

123. Тарифи ПАТ «Київська міжнародна фондова біржа» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі ПАТ «Київська міжнародна фондова біржа». – Режим доступу: <http://www.kise.com.ua/?Price/>.

124. Тарифи біржі ПАТ «Перспектива» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі ПАТ «Перспектива». – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/Trade/Tariffs.aspx>.

125. Тарифи ПАТ «Українська фондова біржа» [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт фондової біржі «Українська фондова біржа». – Режим доступу: <http://ukrse.com.ua/tarifi-ufb>.

126. Тарифи фондового ринку [Електронний ресурс] / Офіційний вебсайт фондової біржі «Українська біржа». – Режим доступу: <http://www.uх.ua>.

127. Тормозова Т.В. Оптимизация структуры российского рынка ценных бумаг : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Т.В. Тормозова. – М., 2003. – 182 с.

128. Тормозова Т.В. Фрагментарность и конкуренция на российском фондовом рынке / Т.В. Тормозова // Финансы. – 2003. – № 7. – С. 75–77.

129. Трофімчук М.О. Механізми вдосконалення конкурентних засад діяльності біржовому ринку цінних паперів України / М.О. Трофімчук // Вісник Бердянського ун-ту менеджменту і бізнесу. – 2014. – №3 (27). – С. 122–127.

130. Трофімчук М.О. Концептуальні засади конкуренції як категорії ринкової економіки / М.О. Трофімчук // Вісник Дніпропетровського ун-ту. Економіка. – 2014. – Вип. 8(3). – №10/1. – С. 34–38.

131. Трофімчук М.О. Оцінка інтенсивності конкуренції між фондовими біржами України / М.О. Трофімчук // Економіка і регіон : наук. вісник Полтавського нац. технічного ун-ту ім. Ю. Кондратюка. – Полтава, 2013. – № 5(42). – С. 146–158.

132. Трофімчук М.О. Фондовий ринок та особливості його функціонування в економічному просторі країни / М.О. Трофімчук // Вісник Львівської комерційної академії : збірник наук. праць. – Львів, 2013. – Вип. 42. – С.108–115.

133. Туган-Барановский М.И. Экономические очерки / М.И. Туган-Барановский. – М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 1998. – 527 с.

134. Тьюлз Р. Фондовый рынок / Р.Тьюлз, Э. Брэдли, Т.Тьюлз; пер. с англ. – 6-е изд. – М.: Инфра-М, 2000. – 647 с.

135. Уляницкая А. Перспективная ниша [Електронний ресурс] / А.Уляницкая // Бизнес. – Режим доступу : http://www.business.ua/articles/konkyrenzciya/Perspektivnaya_nisha-45775/.

136. Уляницкая А. Стать долгожителем / А. Уляницкая // Бизнес. – 2012. – №15. – С. 38–39.

137. Унинець-Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика : навч. посіб. / В. П. Унинець-Ходаківська, О. І. Костюкевич, О. А. Лятамбор. – Вид. 2-ге, доп. і перероб. – К.: Центр уч. літ., 2009. – 392 с.

138. Усик Н.И. Формирование конкурентной среды и конкурентная политика / Н.И. Усик // Теоретическая экономика. – 2012. – №4. – С. 33–42.

139. Участники ECSDA: Пражский центральный депозитарий ценных бумаг / Чешская Республика [ред. коллегия] // Депозитариум. – 2012. – №5. – С. 20 – 22.

140. Фатхутдинов Р. А. Конкурентоспособность: экономика, стратегия, управление / Р. А. Фатхутдинов. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 312 с.

141. Федеральная служба по финансовым рынкам [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/about/activity_results/annual_reports/printable.php@print=1.html.

142. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие. Стандарт третьего поколения / под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. – СПб.: Питер, 2013. – 384 с.

143. Філіпович В.В. Розвиток теоретичних підходів до класифікації ринкових структур / В.В. Філіпович // Вісник ОНУ. Економіка. – 2010. – Вип. 20. – С. 227–235.

144. Фінансовий словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовжеко. – 3-те вид., випр. та доп. – К. : Знання, 2000. – 587 с.

145. Фондова біржа «Перспектива» в 2012 році збільшила прибуток у 2,4 раза [Електронний ресурс] / Інформаційне агентство «УНІАН». – Режим доступу: <http://economics.unian.net/ukr/news/156890-fondova-birja-perspektiva-v-2012-rotsi-zbilshila-pributok-u-24-raza.html>.

146. Фондовый рынок Канады [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.webeconomy.ru/index.php?page=cat&newsid=1141&type=news>.

147. Худякова Л.С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках / Л.С. Худякова // Деньги и кредит. – 2011. – №7. – С. 65–70.
148. Чуйков Н.А. Количественный анализ конкурентной среды и концентрации на отдельных товарных рынках Кыргызской Республики / Н.А. Чуйков, Т.С. Абдигулов, А.Д. Кадыралиев. – Бишкек: Ун-т Центральной Азии, 2012. – 30 с.
149. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александр, Дж Бэйли; пер. с англ. – М.:ИНФРА–М, 2001. – XII. – 1028 с.
150. Шевченко Л. С. Конкурентное управление: учебное пособие / Л. С Шевченко. – Х.: Эспада, 2004. – 312 с.
151. Шелудько В.М. Фінансовий ринок : підручник / В.М. Шелудько. – К.: Знання, 2006. – 535 с.
152. Шумпетер Й. Теория экономического развития / Й. Шумпетер; пер. В.С. Автономова і т.д. – переизд. М. : Директмедиа Паблішинг, 2008. – 435 с.
153. Экономика / С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи. – пер. со 2-го англ. изд. – М. : Дело ЛТД, 1995. — 864 с.
154. Юданов А.Ю. Конкуренция: теория и практика: учебно-методическое пособие / А.Ю Юданов. – М.: АКАЛИС, 1996. –142 с.
155. Юхименко В. Еволюція концепцій конкуренції: від класичного капіталізму до інноваційно-інформаційної економіки / В. Юхименко // Вісник Київського нац. торговельно-економічного ун-ту. – 2010. – № 2. – С.17–26.
156. About FINRA [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.finra.org/AboutFINRA>.
157. Administration of Relationships with Primary Dealers Federal bank of New York [Electronic Resource]. – Mode of access: http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_policies.html.
158. Ángeles de Frutos M. Market transparency ,marketquality and sunshine tradings / С. Manzano, М. Ángeles de Frutos // Journal of Financial Markets. – 2014. – №17. – P. 174–198.

159. Bank for International Settlements Communications. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems / [Basel Committee on Banking Supervision]. – Basel, 2011. – 51 p.

160. Blake D. Financial Market Analysis, 2nd Edition / D. Blake. – New York: Wiley, 2000. – 748 p.

161. Chamberlin E. Condition of Entry and the Emergence of monopoly / Ed. by E. Chamberlin // Monopoly and competition and Their Regulation. – London, 1954. – P. 227–237.

162. Chamberlin E. Measuring the Degree of Monopoly and Competition // Monopoly and Competition and Their Regulation / Ed. by E. Chamberlin. – London, 1954. – P. 264–265.

163. Chamberlin E. Monopolistic competition revisited / E. Chamberlin // *Economica*. N. S. –1951. – Vol.18. – №72. – P. 343–362.

164. China Securities Regulatory Commission Annual Report (2007) [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.csrc.gov.cn>.

165. Criteria for Evaluation of Government Securities Primary Dealers [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.minfin.bg/document/1456:2>.

166. European Commission. Requirements for the Participants of the Republic of Lithuania Government Securities Auction. – Режим доступа: http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/lithuania_pd_code_of_duties.pdf.

167. Federal Securities Law: Insider Trading [Electronic Resource] / Michael V. Seitzinger. – 2002. – Mode of access: <http://fpc.state.gov/documents/organization/8043.pdf>.

168. Foreign Corrupt Practices Act 1977 [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.complianceonline.com/articlefiles/fcpaenglish.pdf>.

169. Four-firm concentration ratio [Electronic Resource]. – Mode of access: http://www.amosweb.com/cgi-bin/awb_nav.pl?s=wpd&c=dsp&k=four-firm+concentration+ratio.

170. GDP. The World Bank Group [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>.

171. Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb Bekanntmachung der Neufassung vom 3. März 2010 [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://transpatent.com/gesetze/uwg.html>.

172. Green S. China's Stock Market: Out of the Valley in 2004? / S. Green, He Ming // The Royal Institute of International Affairs, Briefing Paper. – 2004. – Vol. (11). – №1. – P. 1–11.

173. Hayek F. The Use of Knowledge in Society. In Austrian Economics. A Reader / F. Hayek. – Hillsdale; Michigan, 1991. – 519 p.

174. Hungarian Government Debt Management Agency. The Primary Dealer system - conditions of application [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://akk.hu/object.118a6a8c-618e-41ec-b6a7-80f1f63e53be.ivy>.

175. Letter of appointment as primary dealers in domestic government bond [Электронный ресурс] / Ministry of Finance on behalf of the State of Israel. – Режим доступа: http://ozar.mof.gov.il/chov/pnimi/docs/dc_PD_rules_English.pdf.

176. Levinson M. Guide to financial markets / M. Levinson. – Profile Books Ltd. London, Great Britain, 2005. – 250 p.

177. Madhavan A . Security prices and market transparency / A. Madhavan // Journal of Financial Intermediation. – 1996. – №5. – P. 255–283.

178. Market capitalization of listed companies. The World Bank Group. [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://data.worldbank.org>.

179. Market manipulation Federal Financial Supervisory Authority [Electronic Resource]. – Mode of access: http://www.bafin.de/EN/Supervision/StockExchangesMarkets/MarketManipulation/marketmanipulation_node.html.

180. Ministry of Finance of the Czech Republic. Operating Rules of the Selection of the Primary Dealer Group [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.mfcr.cz/en/themes/state-debt/primary-dealers/selection-of-dealers>.

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

182. Mishkin F. Financial Markets and Institutions 7-th edition / F. Mishkin, S.Eakins. – USA, Prentice Hall, 2011. – 704 p.

183. Objectives and Principles Of Securities Regulation / [International Organization of Securities Commissions]. – 2003. – 68 p.

184. Owen D. Mapping the markets : a Guide to Stock Market Analysis / D.Owen, R.Griffiths. – Profile Books Ltd, London, 2006. – 134 p.

185. Primary dealers [Electronic Resource] / Ministry of Finance of the Czech Republic. – Mode of access: <http://www.mfcr.cz/en/themes/statedebt>.

186. Primary Dealers System Bank of Greece [Electronic Resource]. – Mode of access: http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/primary_dealers_rules.pdf

187. Recommendations for securities settlement systems [Electronic Resource] / Bank for International Settlements, International Organization of Securities Commissions. – Mode of access: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD123.pdf>.

188. Slaughter and May – The EU/UK Market Abuse Regime [Electronic Resource] / Overview. – Mode of access <https://www.slaughterandmay.com/media/39260/the-eu-uk-market-abuse-regime-overview.pdf>

189. Smith A. The Wealth of Nations [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www2.hn.psu.edu/faculty/jmanis/adam-smith/wealth-nations.pdf>.

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

191. Sudweeks B. Equity Market Development in Developing Countries / B.Sudweeks. – New York: Praeger Publishers,1989. – 207 p.

192. The United States Securities and Exchange [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>.

193. The United States Securities and Exchange Commission Enforcement Actions: FCPA Cases [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.sec.gov/spotlight/fcpa/fcpa-cases.shtml>.

194. Trofimchuk M. International experience of competition regulation on the securities markets / M.Trofimchuk // Eastern European Scientific Journal (Gesellschaftswissenschaften): Düsseldorf (Germany): Auris Verlag. – 2014. – №2. – P.188–195.

ДОДАТКИ

Додаток А

Оцінка економічної концентрації на основі кривої Лоренца

Досить простим способом оцінки конкуренції є побудова кривої Лоренца, що відображає нерівномірність розподілу якої-небудь ознаки, для випадку концентрації фірм на ринку - показує взаємозв'язок між часткою фірм на ринку і часткою ринку рис. 1.1

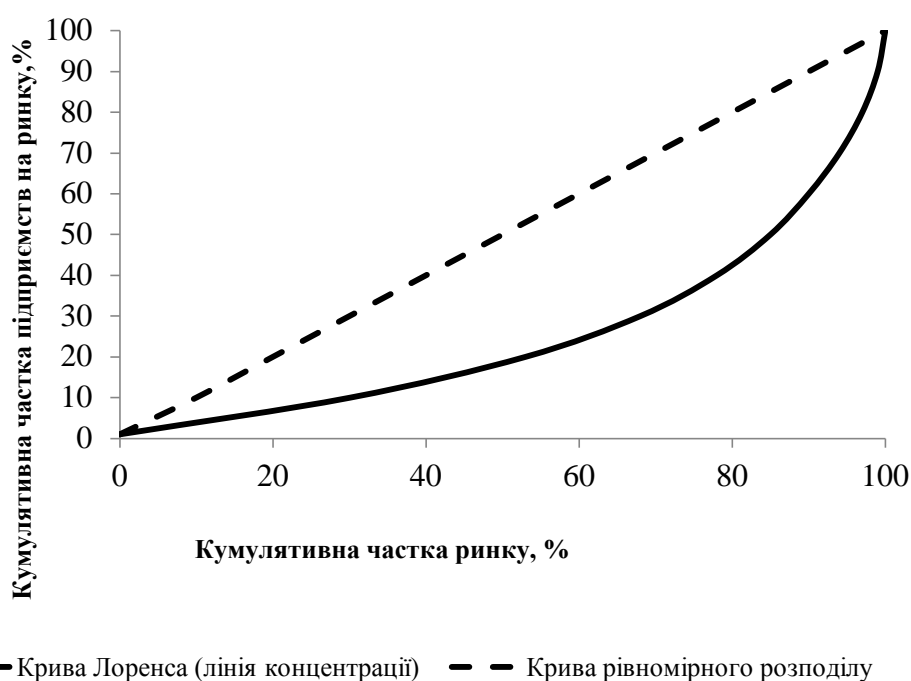


Рисунок А.1 – Графічне оцінка економічної концентрації на основі кривої Лоренца

Використання цього методу для оцінки економічної концентрації фондових бірж наведено на рис. А.2. Проаналізувавши результати дані наведені на рисунку можна сказати, що протягом досліджуваного періоду біржовий ринок цінних паперів є фактично монополізованим.

Проте структура такої монополізації дещо змінилась в останні роки, так як відбувся перерозподіл обсягу торгів на фондових майданчиках, про що свідчать результати проведеного аналізу (рис.А.2).

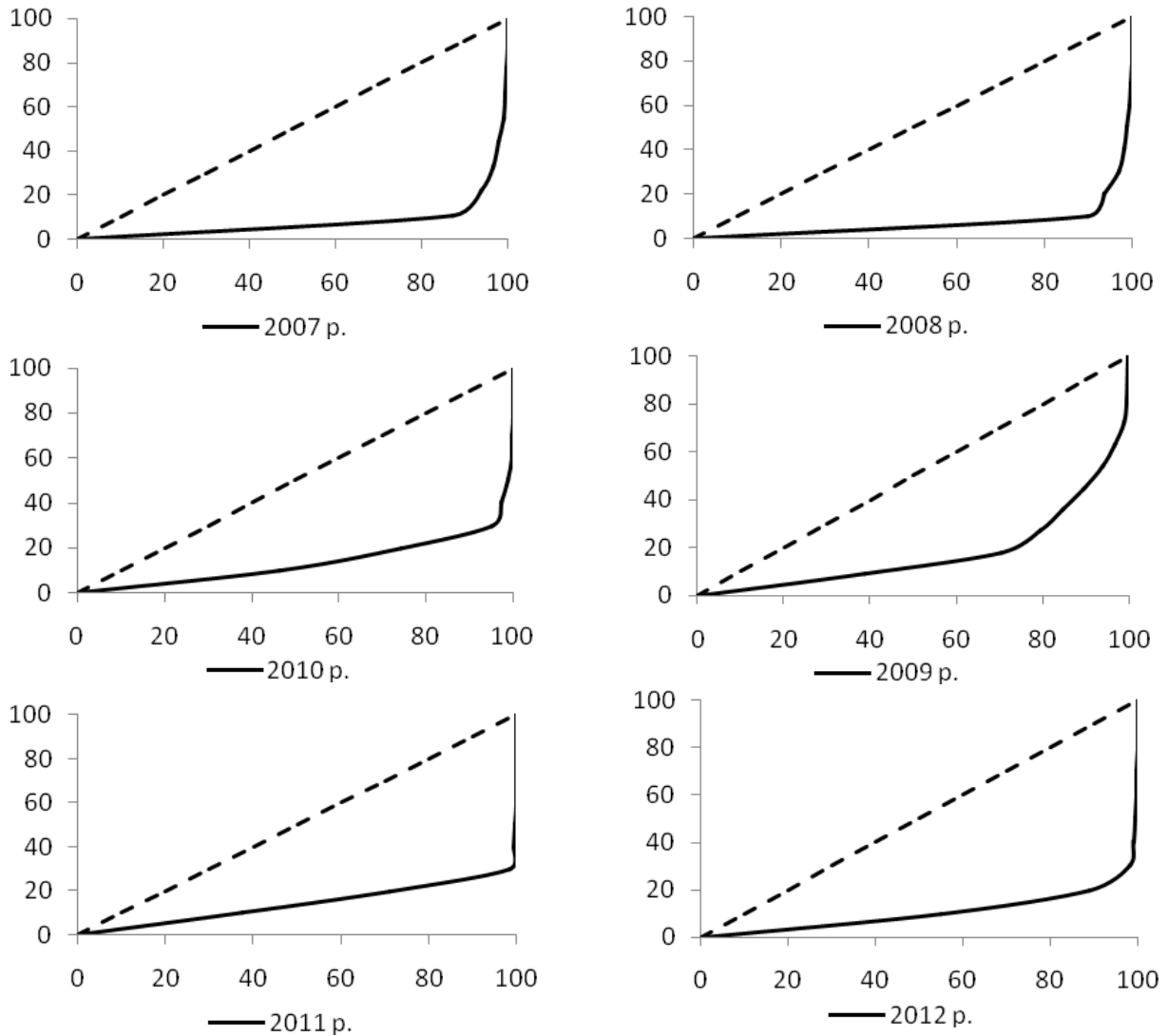


Рисунок А.2 – Оцінка конкуренції (рівномірності розподілу ринкових часток у %) фондових бірж на ринку цінних паперів України на основі Кривих Лоренца за період 2007-2012 рр.

Додаток Б

Зразок угоди про співпрацю на ринку державних цінних паперів

Стаття 1. ПРЕДМЕТ ДОГОВОРУ

1.1. Дилер здійснює співпрацю з Мінфіном, яка включає забезпечення двосторонніх котирувань облігацій внутрішніх державних позик (далі – ОВДП) та купівлю ОВДП при їх первинному розміщенні (далі – розміщення), а Мінфін надає Дилеру виключне право купівлі ОВДП при їх розміщенні в порядку та на умовах, визначених Договором.

Стаття 2. ЗОБОВ'ЯЗАННЯ СТОРІН

2.1. Дилер зобов'язується:

2.1.1 подавати постійну (кожного робочого дня) пропозицію іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу облігацій випусків, перелік яких встановлюється Мінфіном за погодженням з усіма первинними дилерами (пропозиція здійснюється через фондові біржі в обсязі, що на початок торгів становить не менше 1 млн. грн. номінальної вартості за кожним випуском);

2.1.2 подавати конкурентні заявки на купівлю ОВДП при їх розміщенні;

2.1.3 забезпечувати купівлю ОВДП при їх розміщенні в обсязі не менше ніж 3% загального обсягу їх розміщення за конкурентними заявками протягом кожного півріччя;

2.1.4 забезпечувати обіг ОВДП на вторинному ринку в обсязі не менше ніж 3% загального обсягу обігу протягом кожного півріччя;

2.1.5 брати участь у зустрічах представників Мінфіну із первинними дилерами та надавати пропозиції до графіків проведення розміщень ОВДП;

2.1.6 надавати Мінфіну інформацію згідно з переліком та в строки, наведені в додатку №1;

2.1.7 не вступати в письмові чи усні домовленості з іншими первинними дилерами щодо цін чи дохідності купівлі ОВДП при їх розміщенні;

2.1.8 надавати Мінфіну у 5-денний термін інформацію про зміну організаційно-правової форми, юридичної та фактичної адрес з дати настання такої зміни.

2.1.9 не передавати третій стороні свої права за Договором.

2.2. Мінфін зобов'язується:

2.2.1 задовольняти при проведенні розміщення ОВДП виключно заявки Дилера з моменту укладання договорів про співпрацю з шістьма первинними дилерами;

2.2.2 враховувати пропозиції Дилера та інших первинних дилерів при складанні графіків розміщень та внесенні змін до них;

2.2.3 не розголошувати інформації, отриманої від Дилера відповідно до Договору;

2.2.4 розмішувати на своєму офіційному Інтернет-сайті перелік первинних дилерів;

2.2.5 проводити регулярні розміщення (дорозміщення) ОВДП із завчасним (не менше двох днів) оголошенням обсягів сум розміщень (дорозміщень);

2.2.6 оприлюднювати інформацію про обсяги, середньозважену ставку розміщення не пізніше одного робочого дня після проведення відповідного розміщення (дорозміщення).

Стаття 3. ПОРЯДОК РОЗІРВАННЯ ДОГОВОРУ

3.1. У разі невиконання Стороною зобов'язань, передбачених Договором, Договір може бути розірваний на вимогу іншої Сторони.

3.2. Мінфін має право в односторонньому порядку розірвати Договір у разі:

3.2.1 подання Дилером неправдивих відомостей у заявці на укладання договору;

3.2.2 відмови Дилера від пропозиції Мінфіну внести загальні для всіх первинних дилерів, зміни до договору щодо підтримки ринку державних облігацій;

3.2.3 якщо обсяги викупу Дилером ОВДП за підсумками року відповідно до оцінки Мінфіну виявляться найменшими серед Первинних дилерів.

3.3. При розірванні Договору в односторонньому порядку Мінфін може надати Дилеру час (до шести місяців) для виправлення ситуації.

Стаття 4. ВІДПОВІДАЛЬНІСТЬ СТОРІН

4.1. У разі невиконання або неналежного виконання своїх зобов'язань за цим Договором Сторони несуть відповідальність, визначену цим Договором та законодавством України.

Стаття 5. ФОРС-МАЖОР

5.1. Сторони звільняються від відповідальності за невиконання або неналежне виконання зобов'язань за Договором, якщо одна зі Сторін доведе, що таке порушення сталося внаслідок дії форс-мажорних обставин, визначених у цьому Договорі.

5.2. Під форс-мажорними обставинами у цьому Договорі розуміються: стихійні явища природного характеру (землетруси, повені, урагани, руйнування в результаті блискавки тощо), лиха біологічного, техногенного та антропогенного походження (вибухи, пожежі, вихід з ладу машин й обладнання, масові епідемії, епізоотії, епіфітотії тощо), обставини суспільного життя (війна, воєнні дії, блокади, громадські хвилювання, прояви тероризму, масові страйки та локаути, бойкоти тощо), а також видання заборонних або обмежуючих нормативних актів органів державної влади чи місцевого самоврядування, інші законні або незаконні заборонні чи обмежуючі заходи названих органів, які унеможливають виконання Сторонами цього Договору або тимчасово перешкоджають такому виконанню.

5.3. Дія форс-мажорних обставин повинна бути підтверджена довідкою уповноваженого органу згідно із законодавством України.

5.4. Сторона, для якої дія форс-мажорних обставин перешкоджає виконанню зобов'язань за Договором, повинна не пізніше 5 (п'яти) днів після настання дії обставин, визначених у пункті 5.2 цього Договору, повідомити іншу Сторону про настання або припинення таких обставин.

5.5. У разі якщо форс-мажорні обставини тривають більше 90 (дев'яноста) календарних днів, Сторони можуть прийняти рішення про перенесення термінів виконання умов Договору або про його припинення, про що укладається додаткова угода.

Стаття 6. ВРЕГУЛЮВАННЯ СПОРІВ

6.1. Усі спори та розбіжності, що виникають між Сторонами за цим Договором, підлягають врегулюванню шляхом взаємних консультацій та переговорів.

6.2. У разі якщо Сторони не зможуть дійти згоди зі спірних питань шляхом переговорів, такий спір підлягає передачі на розгляд господарського суду згідно з законодавством України.

Стаття 7. ЗАКЛЮЧНІ ПОЛОЖЕННЯ

7.1. Всі зміни та доповнення до Договору мають бути вчинені в письмовій формі та підписані уповноваженими на те представниками Сторін, з обов'язковим посиланням на Договір.

7.2. Всі додатки до цього Договору є його невід'ємною частиною.

7.3. Всі повідомлення за цим Договором будуть вважатися зробленими належним чином у разі, якщо вони здійснені у письмовій формі та надіслані рекомендованим листом або кур'єром за зазначеними адресами Сторін. Датою отримання таких повідомлень буде вважатися дата їх особистого вручення уповноваженій особі Сторони.

7.4. Договір набуває чинності з моменту його підписання уповноваженими особами Сторін та діє до виконання Сторонами своїх зобов'язань за Договором.

7.5. Назви статей та розділів Договору використовуються лише для зручності та жодним чином не впливають на їх зміст і тлумачення.

7.6. Договір укладений в трьох примірниках українською мовою – по одному для кожної Сторони та один – для Національного банку України. Всі примірники мають однакову юридичну силу.

Стаття 8. РЕКВІЗИТИ ТА ПІДПИСИ СТОРІН

МІНФІН:

ДИЛЕР

підпис

М.П.

підпис

М.П.

Додаток
до договору

Перелік документів, що надаються Дилером

1. Звіт про щоденний рух по рахунках у цінних паперах ОВДП в НБУ, як депозитарію державних цінних паперів (кожного кварталу не пізніше 15 числа місяця, що настає за звітним кварталом).

2. Інформація про дохідність та обсяги за договорами купівлі та продажу ОВДП (не пізніше 15 числа місяця, що настає за звітним місяцем, але не менш ніж за три дні до зустрічі представників Мінфіну з первинними дилерами).

3. Квартальна фінансова звітність (не пізніше 15 числа місяця, що настає за звітним кварталом).

4. Річна фінансова звітність (не пізніше ніж через 15 днів після її затвердження).

МІНФІН:

ДИЛЕР

підпис

М.П.

підпис

М.П.

Додаток В

Вихідні дані для обрахунку суттєвих цінових відхилень для акцій індексного кошика фондової біржі ПАТ «ПФТС»

Таблиця В.1 – Обсяг торгів по окремих акціям біржового списку фондової біржі ПАТ «ПФТС», у грн.

Дата	Тікер акцій										
	ALMK	AVDK	BAVL	MSICH	KVBZ	DNEN	UNAF	ZAEN	PGOK	ENMZ	DOEN
05.05.13	17820	17745	20592	20682	20280	19262,5	18680	21188	25700	20334	18908,3
06.05.13	17640	19278,6	19278,6	20454	19230	23670	18420	20600	21384	20175	18883
07.05.13	17968,8	17713,5	18132,2	23981,5	17844,3	17988,4	17614,9	17854,9	17907	18636,8	17728,7
08.05.13	18064,2	17991	17736	20769	17810,8	18162,4	17996,8	18027,4	17972,3	17552,6	18189,6
12.05.13	18570	17637	18130	27536	22365	23340	18860	21040	27875	21785	18871,5
13.05.13	18810	17643	18954	20727	18534	20475	23575	22575,4	21304	19950	18496,6
14.05.13	25690	17808	27089	22662	18060	17930	28458	21020	47835	20397	18809,4
15.05.13	18810	30150	2516	21342	18570	27475	18904	20882	20984	20541	18130,2
16.05.13	18870	18150	18870	22314	18504	24450	19160	21040	20816	23835	20525
19.05.13	19470	18536,4	19530	22983	18540	21125	24050	20980	20792	20631	18876
20.05.13	18810	18357	19014	23070	18504	21575	19510	21418	20792	26692	21657,5
21.05.13	19410	18536,4	18846	23334	18612	17982	19560	21364	25900	20622	17366
22.05.13	20132,8	21620,1	24937	86433	24732,7	18719,1	24558,5	17837	21815	22790,7	17403
23.05.13	19230	18413,1	30850	20705	19230,1	19560	19924	21328	21640	20745	17580
26.05.13	18634	0	19880	21211	19956	19204,1	20580	27517,5	20755	20175,6	18540
27.05.13	20180	19311	19818	21055	19590	25475	28215	21690	19670	22230	23605
28.05.13	18086,5	17827,6	19874	17124	17996	19001,1	15642	20825	17940	17909,2	17696,6
29.05.13	17928,4	18177,6	16390	17564	17874	18448,9	15518,5	17766,4	17919,9	17947,1	18297
30.05.13	18073,6	17868,8	19542	17809,8	18018	17628,6	15831	17920	18016	18040,2	17860,2
02.06.13	18008,6	18107,6	19464	18340	18267,2	17685,9	31460	17984	27072,4	18211,8	17965,5
03.06.13	8985,6	27094,2	9708	18310	9136,4	18412	31018	18048,2	17837	27582,5	18525,2
04.06.13	17989,8	18047,4	19254	18118	18063,4	18817	20352	17856	17846,4	18308,4	18148,9
05.06.13	17974,8	17661	19290	18150	18135,6	18763	20686	17865	18024,9	18643,9	18051,1
06.06.13	18084,8	18284,5	19416	18296	17957,5	17778,4	15525	17998,6	17899,8	18078,9	18121,4
10.06.13	22770	21491,3	26352	18724	20010	19140	21356	20944	17370	17620	17202
11.06.13	17986,8	17717,2	19492	18748	17999,1	18820	29899	17892	20041	17900,1	17719,8
12.06.13	18825	19797	19002	67703	20412	25750	20980	24100	17490	26400	21050
13.06.13	18625	21763,5	18980	18964	21090	18980	20968	18134	17742	17510	18271,1
16.06.13	21870	21327,9	18 546	18516	20652	18700	30810	24420	20405	21362,5	18037,8
17.06.13	17725	19170	18 468	26665,3	20814	22525	20580	24542	23648	25515	21235

продовження таблиці В.1

Дата	Тікер акцій									
	CEEN	AZST	HRTR	SGOK	STIR	SVGZ	USCB	UTLM	YASK	Сумарний обсяг торгів за акціями біржового списку
05.05.13	23860	19171,6	22932,7	18144	21386,4	20992	18708	22640	18212,4	863009
06.05.13	35397	20517	17045	18192	21520	17630	18558	19068	18410	16609562
07.05.13	19028,8	18097,2	17920	18457,2	17970,8	17949,3	17980	25030	18123	504778
08.05.13	16861,6	18089,5	17977	18573	17902,5	17796,8	17819,2	19338	18438	11 803402
12.05.13	23830	18194,8	24686,3	18012	20984	17243,8	17644	19332	17371,2	618414
13.05.13	23524	19409,6	22995,7	18708	21080	23116,5	25448	26320	17403	15617883
14.05.13	23678	19569,2	24108,8	23670	27300	18918	18216	19554	18321	13462509
15.05.13	35745	21289,5	22367,1	18684	20824	18005,6	21056	18888	18350,5	7648513
16.05.13	24110	19758,2	25647,2	18936	20880	17680	18210	19770	17290	1092128
19.05.13	323040	18664,1	22456,7	19194	22392	22300	24320	19746	18107,5	1079783
20.05.13	18915	18699,2	24085,5	18780	21400	17592	18930	19254	18307,5	1 059 159
21.05.13	25380	18709,6	22213,1	23366,6	26900	17520	18786	19416	17095,4	26933601
22.05.13	21506,4	19728,2	18092,9	20586,8	23012,4	19947,6	21673,2	26045	20777	5457634
23.05.13	272362,5	21889,5	22197	19182	20447	17624	20124	19548	18591	2161598
26.05.13	23707,9	20553	21071,5	21741,3	20615	17589	20430	20466	17658,2	2431433
27.05.13	181058	19024,8	24112,5	19197,6	17940	18064	20622	20910	17821,2	2 448546
28.05.13	18382	17966,8	17282	17831	17922,6	17933,4	25212,8	17562	18102	16005830
29.05.13	19407	18012	17090	17491,1	17974,8	18097,4	17974,8	16990	17870,5	22922310
30.05.13	17389,2	17928,5	18480	18621,6	18121,8	18056,5	24099,2	17063	18536	26007457
02.06.13	17331,6	18113,4	17982,9	28672,2	8911,99	17887,5	18019,2	10482	18424	7875147
03.06.13	17026,2	17898,8	18068	19056,6	8997	17836,7	17974	20712	18200	924741
04.06.13	16867,8	17941,1	18095,2	19258,8	18279,1	18001,2	17922,6	20580	18312	1439658
05.06.13	220161,4	17980	17953	18919,2	17874,6	17848	17894,8	31206	17584	1915224
06.06.13	18361,2	18056	17996,6	0	17927,9	18081	18013,2	17250	17472	763217
10.06.13	28700	23089,5	23284,8	19224	18030	17929,6	21030	20496	17687,8	608689
11.06.13	21930,9	18061,1	18016,2	18660,1	22760	17688,8	17891,5	20676	17811,6	613988
12.06.13	22358,25	18351,6	32166	19212	19915	17680	20472	20652	17534,4	673409
13.06.13	22107,9	18042,5	17987	17946,4	17364	17296,8	18156,2	17096	17626,6	1396114
16.06.13	20383,16	1966,5	23998,1	18624	22320	21900	26688	27560	21880	580886
17.06.13	29420	18270	17984	18854	21472	17420,8	20208	20358	17178	1347 827

Таблиця В.2 – Кількість укладених договорів з акціями на біржі ПАТ «ПФТС»

Дата	Тікер акцій										
	ALMK	AVDK	BAVL	MSICH	KVBZ	DNEN	UNAF	ZAEN	PGOK	ENMZ	DOEN
05.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
06.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
07.05.13	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	6,00	4,00	4,00	4,00
08.05.13	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	6,00	4,00	4,00	4,00
12.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	4,00	3,00
13.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
14.05.13	4,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	5,00	4,00	4,00	3,00	3,00
15.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
16.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
19.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
20.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
21.05.13	4,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
22.05.13	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	6,00	4,00	4,00	4,00
23.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
26.05.13	4,00	3,00	3,00	4,00	3,00	4,00	3,00	6,00	3,00	4,00	3,00
27.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
28.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	6,00	3,00	3,00	3,00
29.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
30.05.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
02.06.13	4,00	3,00	4,00	3,00	4,00	4,00	6,00	3,00	6,00	5,00	3,00
03.06.13	2,00	6,00	2,00	4,00	2,00	4,00	6,00	4,00	4,00	6,00	4,00
04.06.13	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
05.06.13	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
06.06.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
10.06.13	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
11.06.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	4,00	3,00	3,00	3,00
12.06.13	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	4,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
13.06.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
16.06.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00
17.06.13	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00	3,00

Таблиця В.3 – Ціна відкриття/закриття на окремі акції, що обертаються на біржі ПАТ «ПФТС», у грн.

Дата	Тікер акцій																			
	ALMK		AVDK		BAVL		MSICH		KVBZ		DNEN		UNAF		ZAEN		PGOK		ENMZ	
	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З
05.05.13	0,0319	0,0296	3,0243	2,957	0,173	0,172	1766	1723	16,67	16,87	406,7	385,3	241,9	233	132,1	132,4	13,42	12,87	34,65	33,89
06.05.13	0,0296	0,0294	2,9567	2,921	0,172	0,169	1723	1704	16,87	16,03	385,3	394,3	233	230,5	132,4	128,8	12,87	13,33	33,89	33,63
07.05.13	0,0294	0,03	2,9213	2,945	0,169	0,182	1704	1719	16,03	15,45	394,3	397	230,5	231,3	128,8	127,9	13,33	13,55	33,63	33,26
08.05.13	0,03	0,0315	2,945	2,99	0,182	0,184	1719	1735	15,45	15,99	397	400	231,3	236,7	127,9	131,4	13,55	13,39	33,26	33,54
12.05.13	0,0315	0,0309	2,99	2,939	0,184	0,182	1735	1721	15,99	15,97	400	388,7	236,7	236	131,4	131,2	13,39	13,38	33,54	33,47
13.05.13	0,0309	0,0313	2,9393	2,941	0,182	0,158	1721	1727	15,97	15,44	388,7	409,3	236	235,7	131,2	131,3	13,38	13,31	33,47	33,23
14.05.13	0,0313	0,0322	2,9407	2,967	0,158	0,16	1727	1750	15,44	15,07	409,3	408,3	235,7	240	131,3	131,4	13,31	14	33,23	33,99
15.05.13	0,0322	0,0313	2,9673	3,013	0,16	0,158	1750	1778	15,07	15,47	408,3	393,3	240	236,2	131,4	130,8	14	13,12	33,99	34,23
16.05.13	0,0313	0,0314	3,03133	3,023	0,158	0,158	1778	1859	15,47	15,43	393,3	406,7	236,2	239,3	130,8	131,3	13,12	13,02	34,23	34,1
19.05.13	0,0314	0,032	3,0233	3,089	0,158	0,163	1859	1915	15,43	15,43	406,7	423,3	239,3	240,3	131,3	131,1	13,02	12,99	34,1	34,37
20.05.13	0,032	0,0313	3,0892	2,059	0,163	0,158	1915	1920	15,43	15,43	423,3	432	240,3	243,8	131,1	133,8	12,99	12,99	34,38	22,75
21.05.13	0,0313	0,0318	3,059	3,089	0,158	0,157	1920	1944	15,43	15,51	432	499,3	243,8	244,3	133,8	133,5	12,99	12,93	33,38	34,4
22.05.13	0,0318	0,0318	3,0892	3,089	0,157	0,156	1944	1964	15,51	15,71	499,3	499,5	244,3	245,4	133,5	133,8	12,93	12,89	34,4	34,56
23.05.13	0,0318	0,0321	3,0894	3,069	0,156	0,154	1964	2071	15,71	16,03	499,5	488,7	245,4	249,1	133,8	133,3	12,89	13,53	34,56	34,57
26.05.13	0,0321	0,0343	3,0685	3,069	0,154	0,166	2071	2131	16,03	16,66	488,7	505,8	249,1	260	133,3	135	13,53	14,83	34,57	36,55
27.05.13	0,0343	0,034	3,0685	3,218	0,166	0,165	2131	2106	16,66	16,33	505,8	509,3	260	256,2	135	135,4	14,83	14,07	36,55	37,07
28.05.13	0,034	0,0341	3,218	3,184	0,165	0,166	2106	2141	16,33	16,36	509,3	470,1	256,2	260,7	135,4	138,9	14,07	13,8	37,07	37,31
29.05.13	0,0341	0,0337	3,1838	3,246	0,166	0,164	2141	2195	16,36	16,55	470,1	485,6	260,7	258,6	138,9	139,1	13,8	14	37,31	40,79
30.05.13	0,0337	0,0352	3,2459	3,309	0,164	0,163	2195	2227	16,55	16,38	485,6	519,4	258,6	263,8	139,1	140	14	14,07	40,79	45,1
02.06.13	0,0352	0,0353	3,3093	3,234	0,163	0,162	2227	2292	16,38	16,27	519,4	497,5	263,8	262,5	140	140	14,07	13,77	45,1	42,64
03.06.13	0,0353	0,0351	3,2338	3,22	0,162	0,162	2292	2283	16,27	16,32	497,5	457,2	262,5	258,6	140	144,1	13,77	13,93	42,64	41,95
04.06.13	0,0351	0,0352	3,22	3,195	0,162	0,16	2283	2246	16,32	16,07	457,2	470,4	258,6	253,3	144,1	143	13,93	14,03	41,95	41,39
05.06.13	0,0352	0,0357	3,195	3,164	0,16	0,162	2246	2271	16,07	16,23	470,4	467,8	253,3	258	143	149	14,03	13,53	41,39	42,28
06.06.13	0,0357	0,0356	3,1642	3,153	0,162	0,162	2271	2287	16,23	16,33	467,8	467,8	258	258,8	149	147,1	13,53	14,44	42,28	43,05
10.06.13	0,0356	0,0379	3,1526	3,257	0,162	0,165	2287	2341	16,33	16,69	467,8	478	258,8	266,9	147,1	149,6	14,44	14,48	43,05	44,1
11.06.13	0,0379	0,0381	3,2567	3,281	0,165	0,162	2341	2343	16,69	16,98	478	471	266,9	263,7	149,6	149,2	14,48	14,32	44,1	44,76
12.06.13	0,0381	0,0376	3,2807	3,299	0,162	0,158	2343	2352	16,98	17,01	471	458,3	263,7	262,3	149,2	150,6	14,32	14,57	44,76	44,03
13.06.13	0,0376	0,0372	3,2993	3,297	0,158	0,158	2352	2371	17,01	17,58	458,3	474,3	262,3	262,1	150,6	152,4	14,57	14,77	44,03	43,78
16.06.13	0,0372	0,0364	3,2967	3,232	0,158	0,155	2371	2314	17,58	17,2	474,3	466,7	262,1	256,7	152,4	152,6	14,77	14,57	43,78	42,72
17.06.13	0,0364	0,0354	3,232	3,193	0,155	0,154	2314	2222	17,2	17,34	466,7	450,7	256,7	257,2	152,6	153,6	14,57	14,82	42,72	42,53

продовження таблиці В.3

Дата	Тікер акцій																			
	DOEN		CEEN		AZST		HRTR		SGOK		STIR		SVGZ		USCB		UTLM		YASK	
	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З
05.05.13	43,0333	41,1067	5,979	5,963	0,688	0,6844	0,84	0,819	7,5567	7,563	14,55	13,36	1,119	1,05	0,154	0,156	0,158	0,143	0,666	0,651
06.05.13	41,1067	41,1	5,963	5,899	0,684	0,6835	0,82	0,853	7563	7,573	13,36	13,4	1,05	1,073	0,156	0,154	0,143	0,159	0,621	0,657
07.05.13	41,1	40,695	5,899	5,951	0,684	0,6855	0,85	0,8	7,5733	7,63	13,4	13,32	1,073	1,1	0,154	0,154	0,159	0,16	0,657	0,632
08.05.13	40,695	41,395	5,951	6,04	0,686	0,6955	0,8	0,837	7,63	7,676	13,32	13,58	1,1	1,06	0,154	0,16	0,16	0,162	0,632	0,659
12.05.13	41,395	41,0333	6,04	5,957	0,696	0,6997	0,84	0,823	7,676	7,51	13,58	13,12	1,06	1,052	0,16	0,161	0,162	0,161	0,659	0,621
13.05.13	41,0333	40,22	5,957	5,881	0,7	0,6934	0,82	0,822	7,51	7,793	13,12	13,15	1,052	1,051	0,161	0,159	0,161	0,164	0,621	0,621
14.05.13	40,22	40,88	5,881	5,919	0,693	0,6978	0,82	0,804	7,7933	7,887	13,15	13,63	1,051	1,021	0,159	0,152	0,164	0,163	0,621	0,611
15.05.13	40,88	41,2033	5,919	5,957	0,698	0,7095	0,8	0,799	7,8867	7,79	13,63	13,02	1,051	1,059	0,152	0,15	0,163	0,157	0,611	0,611
16.05.13	41,2033	41,0667	5,957	6,027	0,71	0,7059	0,8	0,802	7,79	7,887	13,02	13,07	1,059	1,107	0,15	0,152	0,157	0,165	0,611	0,617
19.05.13	41,0667	42,8667	6,027	6,203	0,706	0,7177	0,8	0,803	7,8867	7,997	13,07	13,99	1,107	1,113	0,152	0,152	0,165	0,165	0,617	0,605
20.05.13	42,8667	43,33	6,203	6,303	0,718	0,7177	0,8	0,804	7,9967	7,833	13,99	13,38	1,113	1,099	0,152	0,158	0,165	0,16	0,605	0,611
21.05.13	43,33	43,42	6,303	6,343	0,719	0,7195	0,8	0,793	7,8333	7,793	13,38	13,43	1,099	1,09	0,158	0,157	0,16	0,162	0,615	0,611
22.05.13	43,42	43,596	6,343	6,33	0,72	0,7155	0,79	0,793	7,7926	7,975	13,43	14,05	1,09	1,101	0,157	0,159	0,162	0,163	0,611	0,612
23.05.13	43,596	43,9333	6,33	6,397	0,716	0,7295	0,79	0,791	7,975	7,985	14,05	14,61	1,101	1,102	0,159	0,168	0,163	0,163	0,612	0,62
26.05.13	43,9333	46,3667	6,397	7,027	0,73	0,791	0,79	0,801	7,985	8,368	14,61	14,73	1,102	1,075	0,168	0,171	0,163	0,171	0,62	0,631
27.05.13	46,3667	47,2133	7,027	6,954	0,791	0,7926	0,8	0,804	8,368	7,998	14,73	14,93	1,075	1,129	0,17	0,172	0,171	0,174	0,631	0,636
28.05.13	47,2133	46,575	6,954	7,069	0,793	0,782	0,8	0,864	7,998	8,106	14,93	14,94	1,129	1,107	0,122	0,174	0,174	0,176	0,636	0,647
29.05.13	46,575	45,73	7,069	7,153	0,788	0,7901	0,86	0,855	8,1055	7,951	14,94	15,49	1,107	1,104	0,174	0,167	0,176	0,17	0,647	0,64
30.05.13	45,73	44,655	7,153	7,246	0,79	0,7794	0,85	0,84	7,9508	7,759	15,49	15,1	1,104	1,173	0,167	0,167	0,17	0,171	0,64	0,662
02.06.13	44,655	42,7763	7,246	7,221	0,779	0,7794	0,84	0,848	7,7587	7,974	15,1	15,37	1,173	1,192	0,167	0,188	0,171	0,175	0,662	0,658
03.06.13	42,7763	42,115	7,221	7,108	0,779	0,7715	0,85	0,82	7,9737	7,931	15,37	15	1,192	1,085	0,188	0,169	0,175	0,173	0,658	0,652
04.06.13	42,115	41,155	7,108	6,986	0,772	0,7354	0,82	0,84	7,9305	7,949	15	15,24	1,085	1,073	0,169	0,166	0,173	0,171	0,652	0,654
05.06.13	41,155	41,462	6,986	7,047	0,735	0,74	0,84	0,815	7,949	7,9	15,24	14,45	1,073	1,09	0,166	0,172	0,171	0,174	0,654	0,659
06.06.13	41,462	41,19	7,047	7,061	0,74	0,74	0,81	0,798	7,9002	7,9	14,45	14,7	1,09	1,102	0,172	0,177	0,174	0,173	0,659	0,672
10.06.13	41,19	43,0067	7,061	7,173	0,74	0,7695	0,8	0,832	7,9002	8,02	14,7	15,03	1,102	1,121	0,177	0,176	0,173	0,171	0,672	0,681
11.06.13	43,0067	42,1845	7,173	7,311	0,77	0,7527	0,83	0,811	8,02	7,776	15,03	14,23	1,121	1,107	0,176	0,179	0,171	0,172	0,681	0,685
12.06.13	42,1845	42,1333	7,311	7,456	0,753	0,7645	0,81	0,806	7,7759	8,007	14,23	14,23	1,107	1,107	0,179	0,171	0,172	0,172	0,685	0,731
13.06.13	42,1333	41,5305	4,456	7,369	0,765	0,7712	0,81	0,776	8,0067	8,156	14,23	14,46	1,107	1,081	0,171	0,171	0,172	0,171	0,731	0,72
16.06.13	41,5305	40,9933	7,369	7,28	0,771	0,7603	0,78	0,82	8,1564	7,757	14,46	13,93	1,081	1,093	0,171	0,167	0,171	0,172	0,72	0,729
17.06.13	40,9933	42,44	7,28	7,35	0,76	0,7615	0,82	0,899	7,7567	7,87	13,93	13,43	1,093	1,088	0,167	0,169	0,172	0,17	0,729	0,716

Додаток Г

Вихідні дані для обрахунку суттєвих цінових відхилень для акцій індексного кошика фондової біржі «Українська біржа»
Таблиця Г.1 – Обсяг торгів за окремими акціями біржового списку фондової біржі «Українська біржа», у грн.

Дата	Тікер акцій										Сумарний обсяг торгів за акціями біржового списку
	ALMK	AVDK	AZST	BAVL	CEEN	DOEN	ENMZ	MSICH	UNAF	USCB	
05.05.13	990085,85	259996,59	75592,48	2462006,96	3420548,96	2360895,8	22989,78	3553836	2266857,2	13958,7	19623739,17
06.05.13	537215,09	190883,54	194807,69	3368701,64	7639020,79	2716819,4	277758,35	2943780,8	1076759,7	4614,66	22 395 068,34
07.05.13	754529,29	280138,27	182719,22	3412643,41	6500573,06	1224803,5	45454,5	3633438,2	3165072	15468,2	19 797 815,88
08.05.13	383049,39	205940,45	84537,89	3377033,24	9497382,45	1303820,8	36877,7	4526438,3	1058161,5	172099	21955246,85
12.05.13	290294,46	445436,86	128670,32	2874323,47	5288295,34	1058775,9	201411,2	4522925,3	2558056,4	9609,94	19971809,16
13.05.13	384483,52	272862,72	82474,18	3482990,46	4505567,05	2098779,8	15065,42	3667882,9	1004356,5	15300,1	16220489,89
14.05.13	350711,16	216172,89	70546,73	3194587,78	4627066,18	2744192,1	34360,3	4574319,7	1261516,3	4582,02	18956014,84
15.05.13	420471,1	249048,33	95111,08	3057601,39	1951573,05	3450688	7528,9	3883618,3	1873089,7	1583,1	19300007,78
16.05.13	367876,96	291933,17	71277,05	2172988,01	6006981,17	1628916,5	9039,3	3986941,4	2029812,5	3113,24	19646475,04
19.05.13	348169,54	358436,24	178396,32	2790205,94	6823644,36	1883128,1	122615,26	6622359,3	1938960,7	18796,4	24130366,88
20.05.13	337155,84	226589,28	179621,51	3168683,32	5429406,13	2746671,1	11211,8	5708772,5	2119508,1	14109,3	22 155 621
21.05.13	322032,48	280879,32	602174,54	2380997,01	6716786,07	1478162,3	2060,3	4133998,6	1575991,4	10985,5	19190168,06
22.05.13	295378,36	206674,11	190694,83	2220027,73	5826849,31	3422832,8	2097,7	4968715,2	1151691,3	32677,9	20780726,45
23.05.13	376384,18	408124,67	294184,23	1997196,65	9618966,26	1878984,7	44077,3	37679762	1972557,9	279667	57084104,13
26.05.13	516209,1	520740,27	505901,81	3529963,2	10977557,85	1417431,7	461190,58	5855148	2271405,7	278595	28692504,01
27.05.13	761990,16	426307,96	1419442	3465814,82	4696294,53	1058921,5	366803,56	12115721	1876418,9	63638,9	28128998,19
28.05.13	356582,3	313410,72	222059,35	4207989,6	4364651,97	3410698,8	817655,91	15492457	2244489,9	29878,8	32880638,71
29.05.13	455876,34	464190,96	267084,54	3136916,14	6501181,95	3729216,1	1384320,93	45919175	1610731,3	79159,7	68018543,65
30.05.13	345430,62	532611,14	61265	3008811,81	4796164,29	3573327,8	726540,93	9081419,9	2895404,6	49280,2	29278060,58
02.06.13	330399,3	331560,18	28596,28	2780954,1	7422630,27	1041605,4	115074,03	7893626,1	1366098,9	63661,1	23108279,2
03.06.13	593623,23	618701,44	1195811,5	2899817,1	4795123,01	895068,44	1924204,71	9583536,3	3362263,6	505060	29722149,45
04.06.13	441933,52	277223,09	50124,54	2235507,61	3847597,07	833240,2	330470,9	9660947,1	5596069,1	291931	24738650,04
05.06.13	465115,24	328500,89	71107,67	2197029,15	3618424,75	753506,78	175814,34	8264676,7	3921541,9	35789,1	20415992,94
06.06.13	706027,74	2274926,6	145689,31	2269052,81	3621999,52	1227251,9	272162,52	7411025,7	1859339,6	12009	20433745,1
10.06.13	576865,84	373684,31	1351691,8	3288220,74	7243350,38	926484,84	190224,13	7204372,6	2108286,1	178661	25776829,17
11.06.13	464872,89	303165,91	45156,56	4014069,8	4222822,72	766702,97	81498,31	9273323,5	2281747,8	10516,6	22866652,17
12.06.13	495113,28	354262,58	102150,93	3302529,61	5768864,08	1110669,3	92795,63	9189992,3	3906898,2	9182,12	25845063,47
13.06.13	438505,46	2387048	75293,92	3398751,49	5998596,03	686113,98	231760,64	11170107	2203517,4	12126,4	27860621,41
16.06.13	863494,14	437488,41	571425,19	4069923,29	9066448,28	1232085,8	121170,15	10743995	2365937,6	206532	32982180,29
17.06.13	731741,15	689784,03	952763,94	3621571,61	6456919,81	838868,19	47787,66	10975582	1746296	1746297	27902949,86

Таблиця Г.2 – Кількість укладених договорів з акціями на біржі

ПАТ «Українська біржа»

Дата	Тікер акцій										Сумарний обсяг укладених договорів на біржі
	ALMK	AVDK	AZST	BAVL	CEEN	DOEN	ENMZ	MSICH	UNAF	USCB	
05.05.13	144	58	44	105	282	132	32	129	138	11	1153,00
06.05.13	116	36	36	127	231	78	15	97	64	5	983,00
07.05.13	114,00	55	38	211	167	102	18	99	69	14	999,00
08.05.13	107	51	41	153	263	81	35	120	78	14	1069,00
12.05.13	77	41	35	161	200	66	14	87	65	8	874,00
13.05.13	114	57	44	272	322	97	22	114	79	11	1267,00
14.05.13	64	53	48	105	225	79	15	105	96	5	943,00
15.05.13	72	56	41	97	166	78	9	111	94	3	813,00
16.05.13	73	52	45	94	224	83	24	157	91	4	1034,00
19.05.13	65	64	61	104	288	104	32	175	107	13	1173,00
20.05.13	81	65	69	158	275	133	30	193	177	11	1301,00
21.05.13	51	46	42	125	226	98	7	157	87	9	1001,00
22.05.13	55	41	69	144	306	61	7	173	78	13	1094,00
23.05.13	111	118	103	133	422	139	23	248	125	35	1638,00
26.05.13	199	122	88	159	463	109	158	192	174	41	1955,00
27.05.13	107	113	295	142	373	105	98	282	115	38	17879,00
28.05.13	115	86	138	185	533	150	234	246	157	19	2068,00
29.05.13	144	75	107	86	539	124	221	223	188	39	1924,00
30.05.13	91	120	55	79	380	103	129	244	140	20	1583,00
02.06.13	67	50	28	68	221	99	40	224	83	10	994,00
03.06.13	99	69	86	74	409	122	111	217	116	24	1486,00
04.06.13	99	56	57	80	356	100	34	111	148	13	1233,00
05.06.13	96	51	47	78	263	65	40	135	65	14	964,00
06.06.13	226	74	68	70	209	96	41	162	78	9	1155,00
10.06.13	202	59	154	106	335	110	43	172	122	12	1436,00
11.06.13	120	42	43	96	177	57	38	122	88	9	1006,00
12.06.13	117	41	38	80	231	127	34	145	81	8	1067,00
13.06.13	86	32	42	81	259	41	41	167	56	10	1028,00
16.06.13	186	112	249,00	391	522	241	118	443	205	73	2652,00
17.06.13	151	45	83,00	157	322	75	35	361	112	12	1490,00

Таблиця Г.3 – Ціна відкриття/закриття на окремі акції, що обертаються на біржі «Українська біржа», у грн.

Дата	Тікер акцій																			
	ALMK		AVDK		AZST		BAVL		CEEN		DOEN		ENMZ		MSICH		UNAF		USCB	
	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З	В	З
05.05.13	0,0314	0,0297	2,9897	2,982	0,7052	0,672	0,1773	0,1705	6,045	5,9277	42,415	39,777	34,7	33,4	1757	1696	239,5	223,78	0,1565	0,1521
06.05.13	0,0297	0,0306	2,982	2,977	0,672	0,686	0,1705	0,1734	5,9277	5,953	39,777	40,79	33,41	33,6	1696	1708	223,78	231,3	0,1521	0,1503
07.05.13	0,0306	0,0309	2,977	2,9802	0,686	0,694	0,1734	0,1863	5,953	5,9739	40,79	41,075	33,6	33,7	1708	1727,3	231,3	232,45	0,1503	0,1575
08.05.13	0,0309	0,0318	2,9802	2,973	0,694	0,692	0,1863	0,1847	5,9739	6,0687	41,075	41,32	33,7	33,4	1727,25	1730	232,45	237,4	0,1575	0,159
12.05.13	0,0318	0,0315	2,973	2,96	0,692	0,691	0,1847	0,1801	6,0687	5,9518	41,32	40,91	33,4	33	1730	1726	237,4	234	0,159	0,1571
13.05.13	0,0315	0,0314	2,96	2,96	0,691	0,685	0,1801	0,1566	5,9518	5,894	40,91	40,412	33	32,77	1726	1728,5	234	229,3	0,1571	0,1502
14.05.13	0,0314	0,0317	2,96	2,96	0,685	0,698	0,1566	0,1567	5,894	5,9147	40,412	40,875	32,77	34,29	1728,5	1741	229,3	235,8	0,1502	0,1515
15.05.13	0,0317	0,0319	2,96	3,019	0,698	0,7055	0,1567	0,1567	5,9147	5,9463	40,875	41,293	34,29	34,44	1741	1786,8	235,8	235,68	0,1515	0,15
16.05.13	0,0319	0,0316	3,019	3,003	0,7055	0,698	0,1567	0,1567	5,9463	5,9963	41,293	41,857	34,44	33,9	1786,75	1843,5	235,68	240	0,15	0,153
19.05.13	0,0316	0,032	3,003	3,075	0,698	0,7163	0,1567	0,1618	5,9963	6,2	41,857	43,25	33,9	34,52	1843,5	1912,5	240	245,33	0,153	0,1575
20.05.13	0,032	0,0319	3,075	3,068	0,7163	0,715	0,1618	0,1589	6,2	6,333	43,25	43,389	34,52	34,07	1912,5	1921	245,33	244,93	0,1575	0,1586
21.05.13	0,0319	0,0319	3,068	3,111	0,715	0,7197	0,1589	0,1565	6,333	6,36	43,389	43,77	34,07	34,48	1921	1945	244,93	245,1	0,1586	0,1576
22.05.13	0,0319	0,032	3,111	3,088	0,7197	0,742	0,1565	0,1548	6,36	6,3813	43,77	43,565	34,48	34,69	1945	1990	245,1	245,31	0,1576	0,1636
23.05.13	0,032	0,0333	3,088	3,21	0,742	0,771	0,1548	0,1603	6,3813	6,6999	43,565	45,19	34,69	35,1	1990	2058,5	245,31	249,07	0,1636	0,1675
26.05.13	0,0333	0,0354	3,21	3,293	0,771	0,805	0,1603	0,167	6,6999	7,112	45,19	47,4	35,1	37,836	2058,45	2127	249,07	259,35	0,1675	0,1752
27.05.13	0,0354	0,0341	3,293	3,256	0,805	0,7976	0,167	0,1639	7,112	7,0148	47,4	47,49	37,836	37,191	2127	2138,3	259,35	258,3	0,1752	0,1754
28.05.13	0,0341	0,0335	3,256	3,196	0,7976	0,79	0,1639	0,1646	7,0148	7,1161	47,49	45,7	37,191	38,8	2138,25	2141	258,3	257,55	0,1754	0,1677
29.05.13	0,0335	0,0357	3,196	3,2787	0,79	0,793	0,1646	0,1639	7,1161	7,2295	45,7	45,33	38,8	43,612	2141	2205	257,55	267	0,1677	0,1699
30.05.13	0,0357	0,0355	3,2787	3,2467	0,793	0,7563	0,1639	0,1633	7,2295	7,1922	45,33	43,687	43,612	43,9	2205	2222	267	261,5	0,1699	0,1693
02.06.13	0,0355	0,0355	3,2467	3,2426	0,7563	0,775	0,1633	0,1629	7,1922	7,243	43,687	42,71	43,9	43	2222	2305,3	261,5	262,8	0,1693	0,1701
03.06.13	0,0355	0,0353	3,2426	3,221	0,775	0,759	0,1629	0,1611	7,243	7,0506	42,71	41,303	43	41,351	2305,33	2264	262,8	257,5	0,1701	0,1655
04.06.13	0,0353	0,0351	3,221	3,171	0,759	0,735	0,1611	0,1607	7,0506	7,0291	41,303	40,483	41,351	41,54	2264	2253	257,5	253,72	0,1655	0,1641
05.06.13	0,0351	0,0356	3,171	3,127	0,735	0,743	0,1607	0,162	7,0291	7,058	40,483	41,385	41,54	42,077	2253	2283,3	253,72	257,5	0,1641	0,17
06.06.13	0,0356	0,0379	3,127	3,281	0,743	0,777	0,162	0,1633	7,058	7,179	41,385	43,013	42,077	43,2	2283,333	2329	257,5	263	0,17	0,1727
10.06.13	0,0379	0,0378	3,281	3,273	0,777	0,759	0,1633	0,1623	7,179	7,306	43,013	43,03	43,2	44,25	2329	2346	263	267,7	0,1727	0,1738
11.06.13	0,0378	0,0371	3,273	3,236	0,759	0,751	0,1623	0,1596	7,306	7,317	43,03	42	44,25	43,99	2346	2343,5	267,7	265	0,1738	0,1721
12.06.13	0,0371	0,0377	3,236	3,3163	0,751	0,764	0,1596	0,1589	7,317	7,4834	42	41,655	43,99	44,911	2343,5	2347	265	264,2	0,1721	0,1716
13.06.13	0,0377	0,0374	3,3163	3,319	0,764	0,764	0,1589	0,1578	7,4834	7,3736	41,655	41,42	44,911	43,7	2347	2371,5	264,2	261,38	0,1716	0,1704
16.06.13	0,0374	0,0363	3,319	3,23	0,764	0,765	0,1578	0,155	7,3736	7,356	41,42	41,45	43,7	42,94	2371,5	2337	261,38	258,5	0,1704	0,1677
17.06.13	0,0363	0,0353	3,23	3,229	0,765	0,7738	0,155	0,153	7,356	7,211	41,45	41,93	42,94	43,12	2337	2215,3	258,5	256,48	0,1677	0,1661

Додаток Д

Індекси фондових бірж ПАТ «ПФТС» та ПАТ «Українська біржа»

Таблиця Д.1– Значення біржових індексів фондової біржі ПАТ «ПФТС»
та ПАТ «Українська біржа»

Дата	Значення індексу фондової біржі «ПФТС»	Значення індексу фондової біржі «Українська біржа»
05.05.2013	389,37	1060,43
06.05.2013	389,57	1074,78
07.05.2013	390,77	1097,14
08.05.2013	398,36	1101,91
12.05.2013	395,8	1087,9
13.05.2013	391,35	1052,63
14.05.2013	393,33	1063,5
15.05.2013	392,2	1073,93
16.05.2013	398,11	1081,28
19.05.2013	404,89	1118,18
20.05.2013	405,67	1120,3
21.05.2013	408,29	1123,47
22.05.2013	409,49	1131,57
23.05.2013	416,23	1176,25
26.05.2013	436,63	1230,43
27.05.2013	435,63	1218,58
28.05.2013	439,24	1214,36
29.05.2013	439,89	1237,14
30.05.2013	443,74	1220,89
02.06.2013	444,14	1233,86
03.06.2013	439,09	1209,82
04.06.2013	433,59	1197,02
05.06.2013	435,45	1208,71
06.06.2013	437,72	1238,13
10.06.2013	447,6	1242,1
11.06.2013	446,04	1231,84
12.06.2013	446,51	1242,14
13.06.2013	447,06	1235,59
16.06.2013	440,32	1222,57
17.06.2013	439,35	1204,87

Додаток Е

Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Е.1 Довідка про впровадження результатів дисертаційного дослідження у діяльність Рівненського обласного територіального відділення антимонопольного комітету України



АНТИМОНОПОЛЬНИЙ КОМІТЕТ УКРАЇНИ
РІВНЕНСЬКЕ ОБЛАСНЕ ТЕРИТОРІАЛЬНЕ ВІДДІЛЕННЯ

вул. Остафова, буд.27, м.Рівне, 33028

E-mail: rv@amcu.gov.ua

Web: amc.gov.ua/amku/control/riv/uk

тел/факс (0362) 62-04-32

Код ЄДРПОУ 22568652

07.11.14р. № 01/32-1480-01 На № _____ від _____ 20__ р.

За місцем вимоги

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Трофімчука Михайла Олександровича на тему:
«Регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України»**

Дана довідка підтверджує використання Рівненським обласним територіальним відділенням Антимонопольного комітету України результатів дисертаційного дослідження Трофімчука М.О. при здійсненні державного контролю за дотриманням законодавства про захист економічної конкуренції.

Забезпечення ефективного конкурентного середовища є одним з пріоритетних напрямів діяльності органів державної влади, необхідних для розвитку національного господарства. У цьому напрямі варто відмітити внесок дисертанта щодо вдосконалення процесу регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України. Заслужують уваги рекомендації стосовно обмеження частки ринку, якою може володіти один учасник та сформований алгоритм ефективного регулювання конкуренції на вітчизняному ринку цінних паперів.

Голова Рівненського обласного
територіального відділення
Антимонопольного комітету України



Боденчук В. М.

Е.2 Довідка про впровадження результатів дисертаційного дослідження у діяльність ПАТ «Українська Біржа»



**УКРАЇНЬСЬКА
БІРЖА**

01601, Київ, вул. Шовковична 42/44
Бізнес центр «Горизонт», поверх 6
Тел. +38 (044) 495-74-74
Факс +38 (044) 495-74-73
www.uk.ua

№ 4149/01/14 від «27» 10 2014

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Трофімчука Михайла Олександровича
на тему:
«Регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів
України»**

Дана довідка підтверджує, що розроблені дисертантом методичні положення та рекомендації щодо виявлення маніпулятивних дій на основі індивідуального суттєвого цінового відхилення мають практичну цінність та застосовуються в діяльності аналітичного відділу «Української Біржі». Також практичну цінність мають запропоновані рекомендації щодо вдосконалення механізму відстеження та протидії маніпулятивним діям з цінними паперами на фондових біржах.

Враховуючи динамічний розвиток ринку цінних паперів, існує об'єктивна необхідність забезпечення конкурентних засад в діяльності учасників біржових операцій, що значною мірою обумовлюється здатністю фондових бірж вчасно та ефективно реагувати на факти укладення нестандартних угод.

**Голова Правління
ПАТ «Українська біржа»**



Ткаченко О.В.

Е.3 Довідка про впровадження результатів дисертаційного дослідження у діяльність Департаменту економічного розвитку і торгівлі Рівненської обласної державної адміністрації



УКРАЇНА
РІВНЕНСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ
ДЕПАРТАМЕНТ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ І ТОРГІВЛІ
Майдан Просвіти, 1, м. Рівне, 33028, тел. (0362) 69-52-30, тел./факс 69-53-93, 26-48-22, E-mail:ekon@icc.rv.ua
Код ЄДРПОУ 02741545

№ _____ від « _____ » _____ 2014

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Трофімчука Михайла Олександровича на тему:
«Регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України»**

Дана довідка підтверджує використання департаментом економічного розвитку і торгівлі Рівненської облдержадміністрації результатів дисертаційного дослідження Трофімчука М.О. Обґрунтовані автором підходи до формування та регулювання конкурентних відносин були застосовані при розробці та організації реалізації програм та заходів, спрямованих на нарощування інвестиційних ресурсів, створення сприятливого інвестиційного клімату, що зокрема забезпечується відповідною конкурентною політикою держави.

Створення ефективного конкурентного середовища, як передумови формування добросовісних конкурентних відносин є необхідним елементом в управлінні національним господарством, розвиток якого є неможливим без інвестиційного забезпечення. Важливу роль в залученні та перерозподілі інвестиційних ресурсів відіграє ринок цінних паперів, тому регулювання конкурентних відносин на ньому є важливим завданням органів державної влади.

Директор департаменту




І.О.Тимошенко

М.Д. Департамент економічного розвитку і торгівлі

№01/1-998 від 14.11.2014



Е.4 Довідка про впровадження результатів дисертаційного дослідження у діяльність Відділу нагляду за учасниками ринку цінних паперів у Рівненській області Західного територіального управління Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

Західне територіальне управління
Площа Міцкевича, 8 м.Львів. 79008. Україна
тел./факс (032) 235-85-89



Україна

NATIONAL SECURITIES
AND STOCK MARKET
COMMISSION

Western territorial office
8 Mitskevych Sq., Lviv 79008, Ukraine
phone fax (032) 235-85-89

№ 04-4/632 від « 30 » листопада 2014

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Трофімчука Михайла Олександровича на тему:
«Регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України»**

Дана довідка підтверджує використання Відділом нагляду за учасниками ринку цінних паперів у Рівненській області Західного територіального управління Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, результатів дисертаційного дослідження Трофімчука М.О. при розробці пропозицій, щодо вдосконалення нормативно правової бази в частині посилення відповідальності за маніпулятивні дії на ринку цінних паперів України. Також взято до уваги розроблені автором практичні рекомендації стосовно збільшення регламентованої мінімальної частки акцій, що повинні бути у вільному обігу та методика розрахунку індивідуальних цінових відхилень, для виявлення маніпулятивних дій на ринку цінних паперів.

Забезпечення добросовісних конкурентних відносин, як рушійного фактора розвитку, є невід'ємною складовою системи регулювання економіки. Розвиток конкурентного середовища на ринку цінних паперів, забезпечить збільшення кола його учасників, залучення більших обсягів капіталу до галузей національного господарства та зростання ліквідності. Тому, вищезазначене обумовлює актуальність проведеного автором дисертаційного дослідження.

Начальник відділу нагляду за учасниками
ринку цінних паперів у Рівненській області
Західного територіального управління
Національної комісії з цінних паперів
та фондового ринку



К.А. Яцюк

Е.5 Довідка про впровадження результатів дисертаційного дослідження у навчальний процес Національного університету водного господарства та природокористування



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ВОДНОГО ГОСПОДАРСТВА
ТА ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ

вул. Соборна, 11, м. Рівне, 33028, тел. (0362)22-10-86, факс (0362) 22-21-97, mail@nuwm.rv.ua

Від 25.09.2014 № 973/24

На № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
 Трофімчука Михайла Олександровича на тему: «Регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів України»

Розроблені Трофімчуком М.О. в дисертаційній роботі на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.03 – економіка та управління національним господарством теоретичні та методичні положення використовуються у навчальному процесі Навчально-наукового інституту економіки менеджменту та права Національного університету водного господарства та природокористування при викладанні дисциплін:

1. «Ринок цінних паперів». Теми:

- «Ринок цінних паперів, його поняття, принципи побудови та місце в структурі ринку» при розкритті сутності ринку цінних паперів, порівнянні з поняттям фондовий ринок;

- «Регулювання ринку цінних паперів» в частині організації системи регулювання ринку цінних паперів з виокремленням суб'єктів, що здійснюють регуляторну діяльність, їх функцій та форм регулювання. Також використовується сформований алгоритм ефективного регулювання конкурентних відносин на ринку цінних паперів.

2. «Фінансовий ринок». Тема: «Фондова біржа та біржові операції» при висвітленні функцій, які виконують біржі, обґрунтовано, що організатори торгів здійснюють регуляторну діяльність в частині допуску цінних паперів до лістингу та забезпечують існування добросовісних конкурентних відносин на основі відстеження та протидії маніпулятивним діям.

Використання результатів дисертаційної роботи Трофімчука М.О. свідчить про їх завершеність та дають можливість підвищити якість підготовки фахівців з економіки.

Проректор з наукової роботи
та міжнародних зв'язків



Н.Б. Савіна