

виробництва плануються на рівні 2013 року (індекс промислової продукції -100% - 101%).

3. Доведення кількості підприємств, які впровадили і сертифікували системи управління якістю у виробництві, до 55.

4. Збільшення кількості інноваційно-активних підприємств в області.

5. Введення в дію лави №1 шахти №10 «Нововолинська».

Реалізація наведених заходів дозволить досягти намічених цілей щодо сталого розвитку промислового комплексу Волинської області

Бібліографія

1. **Основні напрями економічного і соціального розвитку Волинської області на 2014 рік.** – Луцьк, Волинська обласна державна адміністрація, 2014.

2. **Прогноз економічного і соціального розвитку Волинської області Волинської області на 2014 рік.** – Луцьк, Волинська обласна державна адміністрація, 2014.

3. **Про соціально-економічне становище області.** – Луцьк, Головне управління економіки у Волинській області, 2014.

Рецензент: д.е.н., професор Павліха Н.В.

УДК 346.546:336.761

М. О. ТРОФІМЧУК

ВИЯВЛЕННЯ МАНІПУЛЮВАННЯ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

У статті обґрунтовується важливість наявності дієвого механізму виявлення маніпулювання на ринку цінних паперів, що є необхідною умовою для забезпечення добросовісних конкурентних відносин. Розроблено методіку розрахунку індивідуального суттєвого цінового відхилення, для виявлення фактів маніпулювання з акціями, з метою підвищення ефективності

©Трофімчук М. О. - аспірант Національного університету водного господарства та природокористування

контролю за дотриманням конкурентних відносин між учасниками торгів на ринку цінних паперів.

In the article the importance of presence an effective mechanism for detecting manipulation in the securities market is substantiated. Along with the existing methods of manipulation detecting proposed to use the method of calculation of individual significant price deviations, to identify facts of manipulation with shares traded on domestic stock exchanges and to ensure more efficient control of keeping up the competitive relations between participants in the securities market.

Ключові слова: конкурентні відносини, маніпулювання, ринок цінних паперів, суттєве відхилення ціни, фондова біржа.

Маніпулятивні дії, спрямовані на штучну зміну ціни на цінні папери, сприяють формуванню не конкурентного середовища і як наслідок, завдають шкоди добросовісним учасникам, знижують ефективність ринку, підривають стабільність функціонування ринку цінних паперів, спонукають інвесторів не здійснювати інвестування, що спричинює виникнення економічних диспропорцій. Тому попередження, виявлення та протидія маніпуляціям на ринку цінних паперів є необхідною умовою для розвитку як самого ринку цінних паперів так і національної економіки загалом.

Дослідженням маніпулятивних дій на ринку цінних паперів присвячено увагу в працях багатьох вчених. Так при дослідженні функціонування ринку цінних паперів Л. Гурвіц та С. Рейтер зазначили, що важлива роль повинна відводитися розробці механізмів протидії маніпулюванню, яке проушує умови добросовісної конкуренції [1].

Р. Содерством у своєму дослідженні приходиться до висновку, що регулювання ринку в частині виявлення та протидії маніпулюванню повинно базуватись на таких основних підходах: регулювання повинно гарантувати безпеку ринкового функціонування, підвищувати довіру інвесторів та ефективність ринку; заборони та обмеження повинні бути конкретизовані відповідно до виду дій, а не мати загальний характер [2]. Д. Прянчников, досліджуючи ринок цінних паперів, обґрунтовує модель виявлення маніпуляцій на основі зміни об'єму операцій з акціями та співвідносить отримані результати з зміною ціни [3].

Л.Худякова зазначає, що для досягнення реальних успіхів в боротьбі з маніпулюванням потрібна постійна і високопрофесійна робота по вдосконаленню законодавства, систем нагляду і правозастосування в даній області, а також тісна взаємодія і співпраця всіх учасників ринку [4].

У вітчизняній науковій літературі питанню виявлення маніпулятивних дій на ринку цінних паперів приділяється недостатньо уваги. Проблема маніпулювання на ринку цінних паперів в Україні, розглядалася в основному контексті зміни законодавства з метою встановлення критеріїв виявлення маніпуляцій на основі обсягів купівлі цінних паперів. Однак мало уваги присвячується виявленню маніпулятивних дій на основі цінових відхилень, по суті механізм виявлення маніпуляцій на фондових біржах носить формальний характер.

Мета дослідження оцінка існуючих методів виявлення маніпуляцій на ринку цінних паперів та розробка практичних рекомендацій щодо їх вдосконалення, з метою забезпечення ефективного контролю за дотриманням добросовісних конкурентних відносин між учасниками торгів на ринку цінних паперів.

Наявність правдивої, не викривленої інформації, її рівноправна доступність для всіх учасників торгівельного процесу є необхідною умовою для існування ефективних конкурентних відносин між учасниками торгівельного процесу на ринку цінних паперів, що в свою чергу забезпечує справедливе ціноутворення, і тому це обумовлює необхідність забезпечення ефективного контролю в цій сфері. Це важливо не тільки для тих, хто здійснює купівлю та продаж, а й для регуляторних інституцій та організаторів торгівлі.

На ринках де присутня конкуренція, прозорість, відкритість, та доступність інформації підвищується його ліквідність та здатність підтримувати відносно великі обсяги попиту не впливаючи на ціну цінних паперів, тобто знижується рівень цінових коливань [5, с.176].

Важливим кроком у розвитку добросовісної конкуренції в Україні, 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».Такий порядок дозволяє біржам

ретельніше контролювати всі дії торговців а комісії – оперативно реагувати на інформацію про угоди з використанням інсайдерської інформації.

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. Якщо ж визначений ліміт буде перевищений, фондовий майданчик повинен в одноденний термін оповістити про це НКЦПФР [6, с. 38-39].

Протев правилах фондової біржі «ПФТС» не вказано як проводиться визначення такої цінової нестабільності цінних паперів та не встановлено величину яка б характеризувала таку нестабільність [7].

«Українська біржа» з метою контролю в режимі реального часу за поданням заявок та укладанням біржових контрактів, котирувальною комісією біржі, встановлюється ліміт максимальної зміни ціни. В правилах «Української біржі» 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. 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.

Фондова біржа «Перспектива» в розрізі виявлення маніпулятивних дій в свою чергу здійснює контроль в основному за зміною обсягів укладанням договорів[8].

Однак 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,

автор рекомендує методику розрахунку суттєвого відхилення ціни на цінні папери зокрема акції, які котируються на фондових біржах. Індивідуальне суттєве відхилення ціни (ICBЦ) може виступати критерієм укладення нестандартних угод (заявок), які мають ознаки неправомірного використання інсайдерської інформації та (або) маніпулювання ринком.

Розмір істотного відхилення цін на цінні папери пропонується розраховувати окремо для кожного цінного паперу, розрахунковий період – 30 торгових днів. Розмір індивідуального суттєвого відхилення розраховується на підставі даних про кількість операцій, обсяг угод, кількість осіб, в чий інтерес укладалися угоди, визначається бета-коефіцієнт для кожного цінного паперу і коефіцієнт кореляції, а також враховуються динаміка зміни всього ринку

$$CBЦ = KЛ * |\beta| * |R| * (1 + |\frac{ВВВІ}{ВВВІ}|) * 100\%, \quad (1)$$

де *ICBЦ* – індивідуальне суттєве відхилення ціни; *KЛ* – коефіцієнт ліквідності; $|\beta|$ – модуль бета коефіцієнта; $|R|$ – модуль коефіцієнта кореляції між значенням зведеного фондового індексу організатора торгівлі та ціни акції; $|\frac{ВВВІ}{ВВВІ}|$ – середнє відносне відхилення біржового індексу за 30 торгових днів.

Розрахунок *ICBЦ* 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:

$$KЛ = \frac{KOT + KКУД + KКО}{3} \quad (2)$$

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* розраховується за формулою:

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

де OT_{30} – обсяг укладених договорів з конкретними акціями за 30 торговельних днів, грн.; $3OT_{30}$ – загальний обсяг торгів з акціями на фондовій біржі за 30 торговельних днів.

Коефіцієнт кількості укладених договорів з акціями в загальній кількості укладених договорів визначається за формулою:

$$KKUD = \frac{KUD_{30}}{3KUD_{30}} \quad (4)$$

де KUD_{30} – кількість укладених договорів з конкретними акціями за 30 торговельних днів; $3KUD_{30}$ – загальна кількість укладених договорів з акціями на фондовій біржі за 30 торговельних днів.

Коефіцієнт кількості осіб в інтересах яких були укладені угоди визначається на основі табл. 1.

Таблиця 1

Значення ККО, в залежності від кількості осіб, в інтересах яких були укладені угоди з акціями

Кількості 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 осіб	0

*Складено автором

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, яка виступає критерієм оцінки наявності ознак маніпулятивних дій.

Для розрахунку бета коефіцієнту, метою визначення якого у нашому випадку є встановлення чутливості між зміною ціни окремо взятої акції та зміною величини біржового індексу, скористаємось формулою яка характеризує чутливість доходності цінного паперу від зміни доходності ринкового портфеля та адаптуємо її у (5) відповідно для визначення цінової чутливості акцій

$$|\beta| = \left| \frac{\sum_{k=1}^n (\Delta P_i^k - \overline{\Delta P_i}) \cdot (\Delta I^k - \overline{\Delta I})}{\sum_{k=1}^n (\Delta I^k - \overline{\Delta I})^2} \right|, \quad (5)$$

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, який у нашому випадку характеризує ступінь залежності між зміною ціни на акцію та зміною величини біржового індексу (2).

$$|R_i| = \left| \frac{\sum_{k=1}^n (P_i^k - \overline{P_i}) \cdot (I^k - \overline{I})}{\sqrt{\sum_{k=1}^n (P_i^k - \overline{P_i})^2 \cdot \sum_{k=1}^n (I^k - \overline{I})^2}} \right|, \quad (6)$$

де P_i^k – ціна i -тої акції, на кінець k -го торгового дня; $\overline{P_i}$ – середнє значення ціни i -ї акції за досліджуваний період; I^k – значення біржового індексу в кінці k -го торгового дня \overline{I} – середнє значення біржового індексу за досліджуваний період.

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

$$\overline{BBBI} = \frac{\sum_{n=1}^{30} \left| \frac{B_n - B_{n-1}}{B_n} \right|}{30}, \quad (7)$$

де \overline{BBBI} - середнє відносне відхилення біржового індексу; B_n - значення біржового індексу на початок торгового дня що передує дню розрахунку суттєвого відхилення ціни; B_{n-1} - значення біржового індексу на кінець торгового дня що передує дню розрахунку суттєвого відхилення ціни.

Результати застосування запропонованої методики визначення ІСВЦ для акцій, які входять до індексного кошику «Української біржі» наведені в табл. 2.

Таблиця 2

Розрахунок величини індивідуального суттєвого відхилення ціни на цінні папери індексного кошика фондової біржі «Українська Біржа»

Показники	КОТ	ККУД	ККО**	β	R	\overline{BBBI}	СВЦ
ПАТ "Алчевський металургійний комбінат"	0,0197	0,0606	0,05	1,195	0,9292	1,0145	4,8939
ПАТ "Авдіївський коксохімічний завод"	0,0194	0,0351	0,05	0,650	0,9653	1,0145	2,2198
ПАТ "МК "АЗОВСТАЛЬ"	0,0127	0,0415	0,05	0,990	0,9135	1,0145	3,1875
ПАТ "Райфайзен банк аваль»	0,1222	0,071	0,05	1,364	0,2588	1,0145	2,9049
ПАТ "ЦЕНТРАЕНЕРГО"	0,2371	0,1663	0,05	0,928	0,9869	1,0145	14,053
ПАТ "Донбасенерго"	0,0716	0,0553	0,05	1,031	0,4619	1,0145	2,8503
ПАТ "Єнакієвський металургійний завод"	0,0109	0,0307	0,05	1,016	0,9063	1,0145	2,8561
ПАТ "МОТОР СІЧ"	0,3802	0,0979	0,05	0,826	0,962	1,0145	14,198
ПАТ "УКРНАФТА"	0,0892	0,0593	0,05	0,950	0,9747	1,0145	6,2182
ПАТ "Укрсоцбанк"	0,0056	0,0092	0,05	1,001	0,9602	1,0145	2,1051

*Складено автором

** В обрахунку використано мінімальні значення ККО

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. Використання такого підходу до виявлення фактів укладення нестандартних угод, зокрема таких які характеризуються наявністю маніпулятивних дій з цінними паперами, базується на ціновому критерії, а саме суттєвому ціновому відхиленню, яке розраховується індивідуально для кожної акції.

Таким чином запропоновано методика дає можливість комплексно оцінити межу коливання ціни на акцію конкретного емітента, перевищення якої може бути сигналом укладення нестандартних угод та свідчити про наявність маніпулювання, що порушує умови добросовісної конкуренції. Тому на рівні нормативного акту Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку необхідно регламентувати обов'язковою до застосування для всіх фондових бірж методикою визначення індивідуального суттєвого відхилення ціни на цінні папери, для виявлення ознак маніпулятивних дій. Це дасть можливість підвищити ефективність контролю за дотриманням добросовісних конкурентних відносин між учасниками торгів на вітчизняному ринку цінних паперів.

Бібліографія

1. Hurwicz, L., Reiter, S. (2006), **Designing Economic Mechanisms**, Cambridge: Cambridge University Press
2. Söderström R. **Regulating Market Manipulation an Approach to designing Regulatory Principles** / R. Söderström.– Norrland: Uppsala Faculty of Law Working Paper, 2011. – 48 p.
3. Пряничников Д. В. **«Выявление и устранение манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг»**: автореф дис. канд.экон. наук: 08.00.10 / Д. В.Пряничников. — Российский государственный социальный университет. – Москва, 2007. – 25.
4. Худякова Л. С. **Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках** / Л. С. Худякова // Деньги и кредит. – 2011. - № 7. – С. 65-70.
5. Angeles de Frutos M., Manzano C. **Market transparency ,marketquality and sunshine tradings/** C. Manzano, M. Angeles de Frutos // Journal of Financial Markets. - 2014. – № 17. – С. 174–198.

6. Уляницкая А. **Стать должителем** / А. Уляницкая // Бизнес. – 2012. – № 15. – С. 38-39.

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

8. **Правила торгівлі фондової біржі «Перспектива»** [Електронних ресурс]. – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/docs/Norm/NewFile/Rules20140702.pdf>.

Рецензент: д.е.н., професор Павлов В.І.

УДК 330. 190.2 :631.6

Ж. С. ШИЛО
А. С. МОСКАЛЬЧУК

ПРОБЛЕМИ ТА НЕДОЛІКИ ОПОДАТКУВАННЯ ПРИБУТКУ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

У статті розглянуто ключові аспекти розподілу прибутку Національного банку, досліджено вітчизняний досвід та пропорції перерахування фінансового результату НБУ до державного бюджету. Проаналізовано недоліки оподаткування банку включаючи різні види податків.

The article examines key aspects of the distribution of profits of the bank investigates domestic experience and proportions transfer financial results NBU the state budget. Analyzes the shortcomings of bank taxation including various types of taxes.

Ключові слова: оподаткування, національний банк України, прибуток, економічна діяльність банку.

Національний банк України виступає головним регулятором грошово-кредитної політики та забезпечує цінову стабільність. Проте варто зауважити, що для адекватного виконання покладених на дану установу функцій він повинен мати високий рівень фінансової автономії. Але з іншого боку, як і

© Шило Ж.С. – к.е.н., доцент Національного університету водного господарства та природокористування;

© Москальчук А.С. – студентка Національного університету водного господарства та природокористування