



І.Г. МАНЦУРОВ, д-р екон. наук, проф.,
член-кореспондент НАН України,
Заслужений економіст України, Директор,
Інститут системних статистичних досліджень,
вул. Антоновича, 20, оф. 18, п/с 159, 03150, Київ, Україна,
e-mail: imantsurov@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-1753-0422>

ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ ПОГЛЯД НА ПРОБЛЕМИ НАЦІОНАЛЬНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

Нещодавно побачила світ монографія колективу авторів, який складається як з вітчизняних, так і з європейських науковців, присвячена проблемі зловживань на ринках капіталів [1].

Дієвість фондового ринку як механізму залучення інвестицій є невіддільною від справедливого ціноутворення. Серед відомих засобів протидії факторам інформаційної асиметрії та невизначеності чи не єдиною та найбільш ефективною роллю відіграють біржова торгівля та справедливі ціни. Інформаційна асиметрія та ринкові зловживання здатні нівелювати позитивну роль біржових цін, і саме тому законодавство держав з розвинутими фондовими ринками передбачає жорсткі регуляторні та кримінальні санкції за такі зловживання.

Неспроможність неліквідних і нерозвинутих ринків (до яких належить і український) забезпечити об'єктивне та регулярне ціноутворення на фінансові інструменти істотно ускладнює завдання формування належних регуляторних і заборонних практик, навіть попри спроби імплементації правових основ і досвіду зрілих ринків. Адже така імплементація (особливо в частині впровадження жорстких заборонних норм за ринкові зловживання) має враховувати існуючі деформації та дисфункції, притаманні незрілим ринкам, зокрема, складнощі відокремлення маніпулятивних дій від прийнятних, але не надто досконалих ринкових практик.

З формальної точки зору ринок капіталу в Україні є інституційно оформленим і має всі необхідні елементи: фондові біржі, депозитарії, депозитарні установи, ліцензованих інституційних інвесторів та брокерів, а також регулятора. Технологічне забезпечення біржової торгівлі та розрахунків

Ц и т у в а н н я: Манцуров І.Г. Фундаментальний погляд на проблеми національного фондового ринку. *Економіка України*. 2020. № 4. С. 93—96.

за її наслідками також перебуває на досить прийнятному рівні (при тому, що державна централізація клірингу та розрахунків консервує їх технологічний розвиток), тобто умови для формування біржових цін у цілому інституційно та технологічно створено, однак фундаментальні вади економіки й фондового ринку породжують низьку або навіть наднизьку ліквідність останнього та не дозволяють формувати об'єктивні ціни на пайові фінансові інструменти. Відтак біржа є заручником такої ситуації і не може виконати своєї базової функції — формувати справедливі ціни.

Актуальність теми, винесеної в назву рецензованої монографії, зумовлюється тією обставиною, що «чистка» ринку, в тому числі й масштабне правозастосування за маніпулювання цінами, триває в Україні вже п'ять років і триватиме далі без імплементації європейських стандартів протидії зловживанням. Більше того, можна спрогнозувати, що така імплементація здебільшого стосуватиметься лише покарання за зловживання, а не самих заборонних норм і умов їх впровадження — зрозумілості, правової визначеності, відповідності стану ринку механізмам виявлення зловживань.

У такій ситуації цілком закономірно постає запитання, як у такому випадку розглядати зловживання на ринку: як маніпулювання чи як використання інсайдерської інформації? Як відомо, фундаментальною ознакою маніпулювання є навмисний вплив інструмента на ціну, яка об'єктивно склалася на біржі, тобто на так звану дійсну ціну, з метою отримання неправомірної вигоди. Фактично, з логічної та економічної точок зору, будь-які правочини на біржі можна розглядати як маніпулювання, оскільки для формування так званих дійсних цін рівень ліквідності має бути низьким.

Автори спробували комплексно підійти до розв'язання цієї проблеми. У монографії ґрунтовно представлено, як сучасний стан ринку позначається на позиції регулятора (НКЦПФР) щодо регулювання та правозастосування, а також у нормативній та законодавчій базі фондового ринку (яка також певним чином є відображенням позиції регулятора). Вони наводять власний погляд на маніпулювання, наголошуючи, що формальне та вибіркоче правозастосування призводить до підміни понять і необ'єктивного покарання суб'єктів ринку. Крім того, існуюче нормативне регулювання страждає на термінологічну та правову невизначеність. Свої аргументи автори підкріплюють конкретними прикладами чинного і перспективного законодавства, а також аналізом практики правозастосування НКЦПФР.

Цілком обґрунтовано науковці підсумовують, що сучасний стан нормативного регулювання та його перспективи в інтерпретації НКЦПФР не забезпечують сталого розвитку фондового ринку та адекватності векторам євроінтеграції України. Стан розвитку ринку капіталу в Україні та законодавча доктрина не дозволяють дослівну імплементацію Європейської директиви щодо зловживань на ринку, а потребують її конвергенції. Існуючі в Україні заборонні норми на ринку капіталу вимагають кардинальних змін у напрямі ліквідації правової невизначеності. Зрозуміло, що Україна має впроваджувати європейську правову основу, проте рівень *покарань*, як у ЄС, *зовсім не означає рівень фондового ринку, як у провідних країнах ЄС*. І навряд чи розвинутий фондовий ринок, як у ЄС, може виникнути лише завдяки безсистемному запозиченню заборонних норм [1, с. 398—400].

Чи потрібні суворі заборонні норми за ринкові зловживання? Звісно, потрібні. І йдеться не тільки про необхідність виконувати зобов'язання згідно з Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом. Заборона зловживань є умовою побудови якісного і зрілого ринку. Але для застосування такого досвіду закон має бути точним, докладним, однозначним і, відповідно, зрозумілим. Важливо не просто запровадити в національне законодавство жорсткі заборонні норми для протидії зловживанням на фондовому ринку. З огляду на необхідність імплементації саме європейського підходу, ці норми та критерії кваліфікації зловживань (і, навпаки, операцій, що відповідають ознакам прийнятної ринкової практики) мають бути максимально детальними, конкретними і відповідати незрілому стану ринку. При цьому заборонні норми мають бути не «річчю в собі», а невід'ємною частиною системних зусиль, спрямованих на покращення якості ринку, а за його відсутності — вектором для стимулювання розвитку. Необхідно, аби відмінностей українського фондового ринку від зрілих ринків капіталу дійсно стало дедалі менше, і конвергенція з ним не залишалася лише в площині вибіркової імплементації законодавства.

Досвід говорить, що в умовах незрілості ринку і фактичної відсутності окремих його сегментів жорсткі заборонні норми за зловживання учасників ринку мають застосовуватися з обережністю та супроводжуватися симетричною відповідальністю регулятора в разі недостатньої обґрунтованості та суб'єктивності правозастосування. На жаль, досі відсутні підстави вважати, що ці вельми очевидні висновки стосовно адекватних напрямів протидії зловживанням та імплементації правової основи ЄС ураховуються в програмних документах щодо розвитку ринку України та у відповідній нормотворчій діяльності.

Актуальність розглянутої в рецензованій монографії теми, професійний виклад матеріалу, який вирізняється логікою і глибиною, дають всі підстави вважати дану наукову працю ґрунтовним комплексним міждисциплінарним дослідженням провідних фінансистів та юристів України, новаторським за своїми суттю і формою (структурою). Вона, безумовно, буде цікава широкому колу фахівців фондового ринку, юристів, судових експертів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти : кол. моногр. ; [за ред. О.Г. Кошового, В.М. Тертишника, Н.М. Шелудько та ін.]. — Дніпро : Ліра, 2019. — 532 с.
Рецензія надійшла 20.02.2020

REFERENCES

1. Capital Market Abuse: Economic and Legal Aspects. O. Koshoviy, V. Tertyshnyk, N. Sheludko et al. (Eds.), Dnipro, Lira, 2019 [in Ukrainian].

Received on February 20, 2020

Igor Mantsurov, Dr. Sci. (Econ.), Professor,
Corresponding Member of the NAS of Ukraine,
Honored Economist of Ukraine, Director,
Institute of Systematic Statistics,
20, Antonovycha St., office 18, P.O. box 159, Kyiv, 03150, Ukraine

A FUNDAMENTAL LOOK AT THE PROBLEMS
OF THE NATIONAL STOCK MARKET

A monograph by a team of authors, consisting of both foreign and domestic scholars, devoted to the problem of abuse in capital markets, is peer-reviewed. The urgency of the chosen topic is due to the fact that the «cleansing» of the market, including large-scale law enforcement for price manipulation, has been going on in Ukraine for five years and will continue without the implementation of European standards to combat such abuse. Naturally, the question arises as to how to view market abuse — as manipulation or as use of insider information? The authors tried a comprehensive approach to solving this problem, thoroughly describing how the current state of the market affects the position of the regulator (National Securities and Stock Market Commission) on regulation and law enforcement, as well as in the regulatory and legal framework of the stock market. The reviewed monograph presents the authors' own view on manipulation, which proves that formal and selective law enforcement leads to the substitution of concepts and biased punishment of market participants. The scientists quite reasonably conclude that the current state of regulation and its prospects in the interpretation of the National Securities and Stock Market Commission do not ensure sustainable development of the stock market and adequacy to the vectors of European integration of Ukraine.

Keywords: *national stock market; price manipulation; insider information; prohibitive norms; capital market abuse.*