

доцент к.э.н. Оксана В. Болдуева

Мелитопольский институт государственного и муниципального управления
Классического частного университета (г. Мелитополь, Украина)

Направления решения проблемы конфликта интересов на фондовом рынке Украины

ВВЕДЕНИЕ

Конфликт интересов на финансовом рынке – это нарушение интересов представляемого лица (инвестора) со стороны его представителя (финансового учреждения). Это противоречие между интересами финансового учреждения или его работников, с одной стороны, и его клиентов (инвесторов), с другой стороны, в результате которого учреждение или его работники получают необоснованную выгоду за счет клиентов. В случае конфликта интересов на финансовом рынке недобросовестные финансовые учреждения и их работники ставят свои интересы выше интересов инвесторов и, пользуясь своим положением, получают необоснованную прибыль за счет имущества инвесторов. Таким образом, конфликт интересов приводит к возникновению коррупции.

Одной из причин возникновения конфликта интересов на финансовом рынке служит то обстоятельство, что, как правило, обычные инвесторы не владеют объемом информации и способностями по ее обработке, необходимыми для принятия обоснованного инвестиционного решения. Поэтому инвесторы полагаются на суждения тех лиц, которые профессионально занимаются работой на финансовом рынке, и находятся под их влиянием. В деятельности же финансовых учреждений может происходить нарушение принципа добросовестности. Например, в целях максимизации прибыли финансовое учреждение может пренебречь оказанием качественных услуг для инвесторов, воспользоваться разнообразными способами финансового мошенничества или злоупотребить своим положением на финансовом рынке.

Одной из основных причин коррупции на украинском финансовом рынке является неэффективностью его государственного регулирования, что влечет слабую защиту интересов инвесторов и, как следствие, макроэкономическую неэффективность финансового рынка. Поэтому одной из главных целей регулирования украинского финансового рынка следует определить защиту интересов инвесторов путем противодействия коррупции на финансовом рынке.

АНАЛИЗ ПОСЛЕДНИХ ИССЛЕДОВАНИЙ И ПУБЛИКАЦИЙ

При изучении экономической природы коррупции автор опирался на научные работы как украинских экспертов по этой проблеме (в частности, работы Т. Голоядовой, А. Дмитриева, А. Жорнокуя, М. Капелиста, В. Мандыбура, А. Педько, А. Терещенко, И. Фесенко, А. Черпака, Ф. Шиманского), так и зарубежных (прежде всего работы С. Алатаса, Ш.-Дж. Взя, Д. Кауфманна, П. Моро, С. Роуз-Аккермана, В. Танци, Дж. Хеллмана). Рассмотрения отдельных проявлений недобросовестности на финансовом рынке посвящены работы Н. Барановской, Х. Даука, П. Квирка, В. Кулишенко, Д. Кохана, В. Саенко, В. Токаренко, Н. Якибчука.

Однако проблема преодоления проявлений коррупции на финансовом рынке Украины еще не нашла своего адекватного решения и требует дальнейших исследований. В частности это такие важные вопросы как: разработка нормативных требований по предотвращению проявлений коррупции, усиление ответственности за совершение коррупционных действий, согласование размера вознаграждения руководителей инвестиционных фондов с реальными результатами, которые были получены.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧИ СТАТЬИ

Целью статьи является исследование тенденций развития фондового рынка Украины и решение научной проблемы повышения его эффективности посредством противодействия проявлению коррупции.

ОБОСНОВАНИЕ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Инфраструктурные институты могут использовать свое монопольное положение в корыстных целях, например, для завышения стоимости своих услуг. Это приводит к росту транзакционных издержек инвесторов и искажению заложенной в ценах финансовых активов информации. Поэтому пресечение злоупотребления монопольным положением способствует справедливому ценообразованию.

Преследуя своекорыстные интересы, многие украинские финансовые институты, образующие инфраструктуру финансового рынка (биржи, клиринговые палаты, депозитарии, регистраторы), зачастую грубо нарушают интересы инвесторов. Поскольку деятельность каждой из таких компаний в силу их положения затрагивает интересы большого числа инвесторов и эмитентов, государственное регулирование финансовой инфраструктуры должно отличаться повышенной строгостью.

Коррупция в инфраструктурных институтах украинского финансового рынка наносит большой ущерб нашему обществу и государству, поскольку именно инфраструктура определяет технологии учета прав собственности, хранения финансовых активов, совершения сделок с финансовыми инструментами. Инвесторы и операторы финансового рынка (дилеры, брокеры, доверительные управляющие) обычно действуют по правилам, которые предлагает инфраструктура. Поэтому если инфраструктурные организации коррумпированы, а государственные органы не предпринимают действий по борьбе с такой коррупцией, то все остальные участники финансового рынка вынуждены подстраиваться под складывающиеся обстоятельства. Это приводит к тому, что посредством национальной финансовой системы коррупционные отношения распространяются по всей экономике.

Заметим, что подверженность фондового индекса манипулированию со стороны участников биржевых торгов влечет угрозу дестабилизации для всего финансового рынка. Как показали научные исследования [Долінський, 2000, с. 273–279], котировки ценной бумаги, включенной в состав фондового индекса, будут сильно зависеть от колебания самого индекса. Доходность ценной бумаги, входящей в состав индекса, и доходность ценной бумаги, не входящей в состав индекса, обладают более низкой степенью корреляции, нежели их фундаментальные факторы. Более того, характерное для настоящего времени распространение разнообразных индексов, предназначенных для широкого круга инвесторов, усиливает выявленные закономерности.

Учитывая неудовлетворительное поведение украинских инфраструктурных институтов финансового рынка, неудивительно, что лишь ПФТС является ассоциированным членом Всемирной федерации фондовых бирж (World Federation of Stock Exchanges, WFE). Среди критериев, по которым WFE оценивает претендентов, являются: динамика развития, качество организации, прозрачность работы, соответствие международным стандартам осуществления сделок, соответствие системы бухгалтерской отчетности международным стандартам и защиту интересов инвесторов.

По нашему мнению, эффективная фондовая биржа является необходимым условием существования рыночной экономики. По своей сути эффективная фондовая биржа – это концентрированное выражение эффективного финансового рынка. Именно этим объясняется социальная значимость фондовой биржи как общественного института [Бойко, 2003, с. 22–30].

Эффективным фондовым биржам свойственны следующие признаки:

- справедливость ценообразования;
- высокое качество обслуживания инвесторов участниками торгов;
- однородность эмитентов с точки зрения их отношения к инвесторам;
- высокая ликвидность рынка.

Фондовая биржа создается в интересах общества для того, чтобы поддерживать и развивать торговлю ценными бумагами и обеспечивать

соблюдение интересов участников (в первую очередь, инвесторов) финансового рынка. Главное функциональное назначение фондовой биржи заключается в создании необходимых условий для ведения эффективной торговли.

Для выполнения своего общественного предназначения фондовая биржа выполняет такие функции, как:

- 1) предоставление необходимых условий для организованной торговли ценными бумагами;
- 2) фронт-лайн регулирование в отношении участников торгов и эмитентов финансовых инструментов (Фронт-лайн регулирование – выполнение негосударственными учреждениями делегированных им полномочий по государственному регулированию (от английского словосочетания *front line* – передовая линия));
- 3) установление справедливой оценки национальных активов.

Прежде всего, фондовая биржа предоставляет место для организованной торговли, то есть централизует место размещения и обращения ценных бумаг. Для этого фондовая биржа устанавливает обязательные требования к участникам торгов и эмитентам, разрабатывает правила торговли и листинга.

Фондовая биржа должна также предоставлять гарантии исполнения сделок. Для этого биржа берет на себя обязанность посредника при проведении расчетов по сделкам. Гарантия исполнения заключаемых на бирже сделок достигается взаимодействием торговой и клиринговой систем на стадиях от выставления заявок участниками торгов до проведения расчетов. В связи с этим необходимо отметить важность единых информационных систем фондовых бирж и клиринговых организаций, позволяющих отслеживать финансовую дисциплину участников торгов, их риски, своевременно оповещать другие торговые и клиринговые системы и соответствующие государственные органы о проблемах рынка. Примером такого взаимодействия может служить Декларация о сотрудничестве и надзоре в области международных срочных рынков и клиринговых организаций [*Declaration on Cooperation...*, 1998].

Фондовая биржа также призвана защищать интересы инвесторов через гарантирование надежности участников торгов, финансовых инструментов и их эмитентов. Обеспечение высокого качества финансовых инструментов, обращающихся на бирже, и высокой надежности участников биржевых торгов, обслуживающих инвесторов, является главной задачей фондовой биржи как фронт-лайн регулятора.

Другими словами, осуществляя свою деятельность, фондовая биржа одновременно должна способствовать совершенствованию регулятивного режима. Место фондовой биржи в инфраструктуре финансового рынка уникально тем, что именно на бирже концентрируются спрос и предложение на ценные бумаги, и, соответственно, информация о рынке. Поэтому

регулирование со стороны фондовой биржи наиболее плотно основано на исходной рыночной информации. Таким образом, фондовая биржа, утверждая правила и следя за их исполнением, является регулирующим субъектом, встроенным в национальную систему регулирования финансового рынка.

Для выполнения функции фронт-лайн регулятора фондовая биржа устанавливает процедуры допуска финансовых инструментов и участников торгов. Процедура допуска к торгам включает как предварительный, так и текущий контроль со стороны биржи за соответствием эмитентов, участников торгов и финансовых инструментов установленным законом и биржей требованиям. Надежность эмитента и его ценных бумаг приобретает особое значение при заключении на фондовых биржах сделок репо и своп, маржинальных и срочных сделок. В таких сделках сторонам необходимо в первую очередь минимизировать не столько системные, сколько специфические риски, присущие тем или иным финансовым инструментам. Одним из таких рисков является риск эмитента. Фондовая биржа посредством предъявления требований к финансовым инструментам, допускаемым к торгам, снижает указанный риск. Процедура листинга служит механизмом контроля качества ценных бумаг, обращающихся на бирже, и придания свойств однородности финансовым инструментам.

Например, в 2001 г. «Bovespa», ведущая бразильская фондовая биржа в городе Сан-Пауло, учредила новую торговую площадку для эмитентов-новичков – «Novo Mercado». Обычно для привлечения эмитентов в таких биржевых сегментах устанавливаются пониженные листинговые требования. Однако «Bovespa» установила для «Novo Mercado» жесткие листинговые требования, намного более строгие, чем на основной площадке. Именно строгие листинговые требования позволили компаниям резко увеличить капитализацию в этом сегменте и привлечь дополнительные финансовые ресурсы, поскольку инвесторы были уверены в высоком качестве эмитентов.

Использование возможностей фронт-лайн регулирования является одним из признаков эффективного государственного регулирования финансового рынка. Возможность эффективного встраивания фронт-лайн регулирования в национальную систему регулирования финансового рынка основано на разделении функций фондовой биржи как экономического субъекта и как регулятора.

Понятно, что без разделения этих функций эффективное выполнение фондовыми биржами регулятивных задач невозможно. Наделение бирж как фронт-лайн регуляторов дополнительными полномочиями по контролю за финансовым рынком должно сопровождаться одновременным установлением требований, предъявляемых к биржам со стороны государства.

Наконец, фондовая биржа непосредственно способствует установлению равновесной (справедливой, рыночной) цены на обращающиеся на ней активы. Выполнение этой функции возможно в силу того, что биржа

собирает вместе большое количество продавцов, покупателей и активов и раскрывает всю необходимую для торговли информацию об эмитенте, его ценных бумагах, котировках и заключенных сделках. Участники биржевых торгов, располагая необходимой информацией, совершают множество сделок со значительным количеством активов, в результате чего определяется рыночная цена этих активов.

При выполнении указанной функции фондовая биржа производит макроэкономическую информацию. Движение фондовых индексов, рассчитываемых по результатам биржевых торгов, служит важнейшим показателем инвестиционного климата в стране и отражает склонность экономических субъектов к инвестированию. С учетом этого справедливость оценки обращающихся на бирже инструментов обретает особую значимость.

Необходимо отметить, что функция по установлению справедливой цены активов взаимосвязана с функциями по надлежащему раскрытию информации и противодействию злоупотреблениям со стороны участников торгов. Биржа должна обеспечить участников рынка доступной, достоверной, достаточной и своевременной информацией для формирования их собственных суждений о предлагаемых активах. Биржа также обязана в рамках своей компетенции вести контроль за поведением участников торгов и заключаемыми сделками для противодействия инсайдерской торговле и манипулированию рынком.

Фондовая биржа позволяет не только концентрировать временно свободные денежные средства, но и перераспределять их. Биржа, посредством привлечения инвесторов и эмитентов, способствует мобилизации денежных средств и расширяет круг собственников. Таким образом, фондовая биржа является центром сосредоточения и перераспределения капитала в рыночной экономике и служит важнейшим механизмом всей инфраструктуры финансового рынка, обеспечивающим формирование справедливой цены активов. Выполнение указанных функций позволяет в итоге иметь объективные данные об эффективности национальной экономики в целом. Поэтому фондовая биржа служит удовлетворению экономических потребностей всего общества.

Биржи традиционно создавались и управлялись как монополии [Чубань, 2007, с. 105–110]. В то же время, организация и владение биржами носили олигопольный характер. Указанное противоречие порождает конфликт интересов. Свойства биржи как общественного института, с одной стороны, и как естественной монополии, с другой, обуславливают особые требования в области регулирования ее деятельности с целью обеспечения эффективности финансового рынка.

Все указанные характеристики фондовой биржи создают условия для возникновения у нее конфликта интересов. Отметим основные конфликты интересов, присущие фондовой бирже:

- между участниками торгов, являющимися членами биржи, и биржей как общественным институтом, предоставляющим услуги обществу в целом;
- между выполнением биржей функций регулятора и интересами биржи как экономического субъекта;
- между менеджментом биржи и биржей как организацией со специфическими характеристиками.

Прямым следствием глобализации мировой экономики стало усиление конкуренции между фондовыми биржами. В результате, в 1990-е гг. началось активное перераспределение торговых оборотов между фондовыми биржами развитых финансовых рынков [Бойко, 2006, с. 28–40]. В этих условиях основным способом повышения конкурентоспособности фондовых бирж стало преодоление конфликта интересов, которое возможно при демьючуализации, то есть отказе от использования партнерства участников торгов как основы деятельности биржи. Дело в том, что, будучи фактическими собственниками фондовой биржи, ее члены заинтересованы в блокировании инноваций, снижающих прибыльность их деятельности и уменьшающих их влияние, хотя одновременно и повышающих эффективность финансового рынка.

В целом демьючуализация направлена на отделение прав владения фондовой биржей от прав на ведение торговли и управления, устранение конфликтов интересов, влияющих на процесс принятия решений. Основная цель демьючуализации – это снижение степени контроля биржевых посредников над деятельностью фондовой биржи. Операторы рынка, заинтересованные в максимизации прибыли от посреднических операций, тем самым заинтересованы в противодействии способности биржевого механизма обслуживать потребности эмитентов и инвесторов с наибольшей экономической эффективностью.

ВЫВОДЫ

Важнейшей задачей государственного регулирования фондовых бирж является минимизация рисков в их деятельности и повышение эффективности биржевой деятельности в интересах всего общества. Основываясь на вышесказанном, можно следующим образом определить задачи современного государственного регулирования фондовых бирж в Украины.

Во-первых, должны измениться требования к фондовым биржам в части повышения их конкурентоспособности посредством демьючуализации и добросовестного корпоративного управления и предотвращения конфликта интересов через построение системы согласования руководителя и контролера биржи с регулятором.

Во-вторых, требуется совершенствовать процедуры листинга в части повышения эффективности контроля за раскрытием информации эмитентами, контроля за соблюдением эмитентами положений Кодекса корпоративного поведения и предоставления финансовой информации в соответствии с МСФО.

В-третьих, должно обеспечиваться справедливое формирование рыночных цен посредством равного доступа участников рынка к биржевым торгам, равнодоступного раскрытия качественной информации, пресечения злоупотреблений участников рынка.

В-четвертых, должно обеспечиваться надежное и справедливое функционирование электронных торговых систем. Решение этой задачи предусматривает принятие следующих мер: мониторинг сбоев, происходящих в торговых системах; мониторинг правильности работы алгоритмов торговых систем; мониторинг производительности торговых систем; создание систем резервного дублирования.

ЛИТЕРАТУРА

- Долінський Л.Б. Особливості розрахунку котирувань цінних паперів в умовах українського фондового ринку / Л. Б. Долінський // Економіка та підприємство. – К., 2000. – Вип. 4. – С. 273–279.
- Бойко В. Роль фондових ринків в економіці різних країн світу / В. Бойко // Наукові записки. – Тернопіль, 2003. – Вип. 15. – С. 22–30.
- Declaration on Cooperation and Supervision of International Futures Markets and Clearing Organizations. March 1998.
- Чубань В.С. Економічна роль товарних бірж та розвиток на сучасному етапі / В.С. Чубань // Збірник наукових праць. – Черкаси, 2007. – Вип. 17. – С. 105–110.
- Бойко В. Основні тенденції розвитку, кількісні характеристики і особливості організаційної побудови фондових бірж / В. Бойко // Наукові записки. – Тернопіль, 2006. – Вип. 20. – С. 28–40.

Sposoby rozwiązania problemu konfliktu interesów na rynku finansowym Ukrainy

Streszczenie

W niniejszej pracy zbadano trendy na ukraińskim rynku funduszy inwestycyjnych, wskazując na potrzebę wzmocnienia walki z korupcją. Zaproponowano szereg rozwiązań mających na celu ograniczenie przejawów konfliktu interesów uczestników rynku.

**Direction for Solving the Problem of Conflict Interests
in the Stock Market of Ukraine**

Summary

The article presents research trends in the stock market of Ukraine, identified the need to strengthen anti-corruption and, consequently, developed a number of proposals aimed at easing the manifestation of a conflict of interest of market participants.