

Саморегулирование на рынке ценных бумаг



Юлиан СЕРАЖИМ,
преподаватель
Киевского национального
торгово-экономического
университета

Саморегулирование является важной частью системы регуляции рынков ценных бумаг и актуально как для стран с развивающейся экономикой, так и индустриально развитых. Для более успешной работы финансовых рынков международные эксперты рекомендуют сильнее задействовать саморегулируемые организации (СРО; self-regulatory organizations, SROs). В целом такая политика направлена на усиление эффективности регуляции и сохранение целостности рынка.

К проблеме саморегулирования на финансовых рынках и, в частности, на рынке ценных бумаг, наряду с мировыми экспертами, неоднократно обращались известные украинские экономисты-исследователи И. Дорошенко [1] (саморегуляция глобальных финансовых рынков), О. Кий [2] (саморегулирование на финансовом рынке), С. Мищенко [3] (проблемы саморегулирования на финансовом рынке), И. Рекуненко [4] (особенности деятельности саморегулируемых организаций на рынке финансовых услуг) и другие.

Необходимо отметить, что в глобальном масштабе проблемы регуляции на финансовом рынке существенно заострил кризис, разразившийся в 2008–2009 годах. К слову, затронул он, в первую очередь, именно регуляторов, которых совместно с ведущими рейтинговыми агентствами Standard&Poor's, Moody's и Fitch обвинили в банкротствах банков, страховых компа-

ний и полугосударственных ипотечных организаций в США и Европе. В результате в большинстве стран мира это привело к процессам пересмотра значения саморегулируемых организаций. Такие факторы, как коммерциализация фондовых бирж, усиление роли законодательных органов регуляции, консолидация регулирующих структур сферы финансовых услуг и глобализация рынка капитала повлияли на масштабы и эффективность саморегулирования – в особенности на роль фондовых бирж как саморегулируемых организаций. В наше время СРО, преимущественно те, которые являются независимыми операторами, например FINRA в США, приобретают все большее значение.

Действенные правила СРО

Саморегулирование на рынке ценных бумаг характеризуется самыми разнообразными формами. Как следствие, не существует единого общепринятого определения понятия «саморегулируемая организация». Многие экономисты в это понятие добавляют определение общих правил игры или защиту интересов отделенного рынка, доступ на который ограничен требованиями относительно профессионализма и этики, объемов торговли и капитала и т.п. Так, Н. Бачал [5] отмечает: саморегулирование дает возможность участникам рынка самостоятельно разрабатывать правила и стандарты, которыми они будут руковод-

ОБ АВТОРЕ

СЕРАЖИМ Юлиан Витальевич.

Родился в 1978 году в г. Львове. Окончил механико-математический факультет Киевского национального университета имени Т. Шевченко (2000), Национальный технический университет Украины «КПИ» по специальности «Магистр менеджмента внешнеэкономической деятельности» (2002). В 2000–2006 годах работал в коммерческих банках Украины на должностях от экономиста до начальника отдела кредитных рисков. С 2007 года – преподаватель кафедры банковского дела Киевского национального торгового-экономического университета.

Автор 8 научных статей, разработчик авторского курса «Анализ финансовых рынков».

Сфера научных интересов: саморегулирование современного мирового рынка ценных бумаг.

ствовать при создании системы контроля за их соблюдением, и механизмы защиты прав потребителей, прозрачного ведения бизнеса, что уменьшает риск правонарушений в соответствующей сфере. В то же время саморегулируемые организации способствуют улучшению регуляторной деятельности государства, а следовательно оптимизации государственного влияния на развитие фондового рынка.

Согласно Закону Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке», саморегулируемая организация профессиональных участников фондового рынка является неприбыльным объединением участников фондового рынка, которые осуществляют профессиональную деятельность по торговле ценными бумагами, управлению активами институциональных инвесторов, депозитарную деятельность, кроме депозитариев, образованных в соответствии с критериями и требованиями, установленными Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку [6].

Для повышения эффективности регуляции финансового рынка, СРО должна отвечать следующим принципам функционирования:

- быть открытой для всех участников определенного сегмента рынка, которые желают быть членами такой организации и обязуются выполнять ее правила и стандарты;
- быть способной устанавливать для своих членов профессиональные правила и стандарты, осуществляя контроль за их выполнением;
- придерживаться стандартов профессионального поведения, аналогичных тем, которые установлены для регуляторов, в частности, конфиденциальности и процедурной справедливости.

Необходимо отметить, что теоретически саморегулирование дает возможность профессиональным участникам, которые работают в отрасли и имеют для этого необходимые практические основания, устанавливать и выполнять действенные правила. Бесспорно, что оно также является экономически целесообразным, поскольку способствует более эффективному выполнению правил, к слову, в их обнародовании заинтересованы сами участники, и освобождает правительственные структуры от обязанности присмотра. К тому же на са-

морегулирование почти не имеют влияния политические изменения.

Если рассматривать понятие «саморегулируемая организация» в широком смысле, то ее можно определить как частную компанию, которая играет определенные функции в отрасли, регуляции и защите общественных интересов под надзором регулятора рынка ценных бумаг. Однако, с другой стороны, нельзя относить к саморегулируемым все организации, которые каким-либо образом координируют деятельность своих членов. Ведь регуляция в нашем понимании – это профессиональное управление деятельностью или процессом в соответствии с определенными правилами и законами.

Так, например, в США в соответствии с законодательством все биржи, ассоциации, специализирующиеся на работе с ценными бумагами (такие как Служба регуляции сферы финансовых услуг – Financial Industry Regulatory Authority, FINRA), и клиринговые компании принадлежат к саморегулируемым организациям. Закон о фондовых биржах (Securities Exchange Act) требует от них пройти регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и бирже и регулировать деятельность своих членов с помощью собственных правил и федеральных законов, которые касаются рынка ценных бумаг.

В то же время во многих странах мира на законодательном уровне в принципе не определено понятие «саморегулируемая организация». Как правило, это связано с тем, что в отдельных государствах законы раскрывают содержание категории «биржа», которая, в свою очередь, и является одним из видов СРО.

Принимая во внимание различное толкование понятия «саморегулируемая организация» и наличие разных моделей саморегулирования, русский экономист П. Салин [7] предложил определенную классификацию признаков СРО:

1. По способу появления:

- личная инициатива;
- делегирование полномочий;
- институционный проект.

2. По степени автономности саморегулируемой организации:

- полная автономия;
- частичная автономия;
- полная зависимость от государства.

3. По степени привлечения к процессу принятия решений саморегулируемой организации субъектов правовых отношений, которые не являются ее членами:

- частичное согласование решений;
- участие в работе отдельных структурных подразделений СРО;
- участие в работе руководящих органов саморегулируемой организации.

4. По принципу объединения участников саморегулирования:

- отраслевые;
- межотраслевые.

Считаем целесообразным придерживаться классификаций СРО и по организационному признаку:

– биржевые саморегулируемые организации (Exchanges SROs) – фондовые биржи;

– членские или независимые саморегулируемые организации (Member or independent SROs). В основном это те, в которых в качестве членов выступают дилеры или брокеры фондового рынка. Эти организации не зависят от операторов рынка, тем не менее в отдельных случаях могут выступать в качестве отраслевой ассоциации или играть определенную роль в организации внебиржевого рынка, например рынка облигаций;

– отраслевые ассоциации или ассоциации дилеров (Industry or dealer's association). Некоторые из них владеют ограниченными функциями саморегулирования, в частности, относительно установления правил и обязательных к выполнению стандартов. Другие могут не выступать в качестве официальных саморегулируемых организаций, однако они предоставляют рекомендации, владеют практическим опытом и разрабатывают стандарты для членов;

– центральные депозитарии ценных бумаг и расчетно-клиринговые палаты (Central securities depositories and clearing agencies). Имеют ограниченные функции саморегулирования.

Самым распространенным видом саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг остаются фондовые биржи. Однако в результате мирового экономического кризиса и увеличения количества злоупотреблений на рынке ценных бумаг роль биржи как регулятора этого рынка ослабляется.

Членские или независимые саморегулируемые организации, которые не



выступают в качестве операторов рынка ценных бумаг, тоже играют важную роль в некоторых странах: США, Канаде, Японии и Республике Корея. Такие СРО функционируют как членские организации дилеров ценных бумаг. Члены саморегулируемой организации имеют ограниченный контроль за ее деятельностью, в то же время располагают полноценными полномочиями саморегулирования, включая выработку правил, присмотр и функции относительно принудительного соблюдения законодательства. Независимые саморегулируемые организации не могут работать на фондовой бирже или на рынке ценных бумаг, однако некоторые умудряются играть двойную роль, выступая, с одной стороны, в качестве регулятора, а с другой – отраслевой ассоциации, представляющей интересы своих членов. Другие выступают в качестве регуляторов внебиржевых рынков, особенно долговых ценных бумаг, например, Японская ассоциация дилеров по ценным бумагам (Japan Securities Dealers Association, JSDA) или Бразильская ассоциация финансовых рынков и рынков капитала (Brazilian Financial and Capital Markets Association, ANBIMA).

Приоритетная функция отраслевых ассоциаций как саморегулируемых организаций обычно заключается в представлении интересов ее членов. Данные организации могут устанавливать правила, которые касаются определенных видов деятельности на рынке ценных бумаг, или обязательные к выполнению «Правила поведения». Данный вид СРО не владеет правами полноценного регулятора и не может заставить придерживаться законодательных актов. Однако,

не принимая это во внимание, они играют важную роль при установлении стандартов поведения на рынках ценных бумаг, к примеру в Бразилии и Египте. На мировом внебиржевом рынке особенное место занимает Международная ассоциация рынков капитала (International Capital Markets Association, ICMA), в частности, в сегменте долговых обязательств. Международная ассоциация свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) тоже выполняет определенные функции по установлению стандартов на рынке деривативов, хотя она и не является саморегулируемой организацией.

Членство в СРО, как правило, добровольное или обязательное. При добровольном участии посредник может работать без членства в саморегулируемой организации и при этом не подпадать под ее правила. Очевидно, что добровольная система членства менее эффективна: значительное число современных компаний, в том числе достаточно крупных, отказываются от него. Исходя из этого, в некоторых странах членство в СРО для компаний, оказывающих услуги на рынке ценных бумаг государственным инвесторам (public investors), является обязательным, как принято в США и Канаде. В некоторых случаях оно по-прежнему остается добровольным, тем не менее являясь необходимым для проведения операций с ценными бумагами. Так, в Японии членство в JSDA не считают обязательным, однако все компании, которые работают на рынке ценных бумаг, – члены данной организации.

Другие субъекты рынка ценных бумаг, включая расчетно-клиринговые палаты и центральные депозитарии, могут считаться саморегулируемыми организациями или иметь похожий статус, согласно законодательству или правилам, которые регулируют деятельность на рынке ценных бумаг.

Регуляторы рыночных отношений

В ряду СРО можно выделить международные организации, национальные и, при наличии относительно замкнутых региональных рынков финансовых услуг, соответственно, региональные.

Среди международных саморегулируемых организаций, работающих на рынке ценных бумаг, отметим самые весомые:

1. Ассоциация мирового рынка капитала (ICMA). Миссия данной организации заключается в обеспечении стойкого и эффективного функционирования мировых рынков долговых инструментов.

2. Ассоциация участников мирового первичного рынка ценных бумаг (International Primary Market Association, IPMA), тесно связанная с Ассоциацией участников мирового рынка ценных бумаг (International Securities Market Association, ISMA). Она объединяет финансовых посредников, которые осуществляют свою деятельность на первичных рынках акций и облигаций.

3. Международная ассоциация соглашений своп и деривативов (ISDA). Объединяет дилеров, которые специализируются на операциях с финансовыми деривативами.

4. Международная ассоциация относительно обслуживания рынка ценных бумаг (International Securities Services Association, ISSA). Эта организация проводит сбор данных и способствует распространению информации о состоянии рынков ценных бумаг в развитых странах, обсуждению актуальных проблем и разработке рекомендаций по совершенствованию работы системы обслуживания ценных бумаг.

5. Международная федерация фондовых бирж (World Federation of Exchanges, WFE). Организация разрабатывает стандарты работы на фондовых биржах, аккумулирует статистические данные и поддерживает деятельность небольших бирж.

Мы придерживаемся мнения С.Г. Хоружего относительно выделения трех основ-

ГДЕ КУПИТЬ ЖУРНАЛ?

ЖУРНАЛ «БЕЛАРУСКАЯ ДУМКА» ПРОДАЕТСЯ

Минск

Брестская область: Барановичи, Брест, Пинск

Витебская область: Бегомль, Витебск, Глубокое, Городок, Докшицы, Лепель, Орша, Полоцк, Поставы

Гомельская область: Гомель, Житковичи, Жлобин, Калинковичи, Мозырь, Речица, Рогачев, Светлогорск

Гродненская область: Гродно, Кореличи, Новогрудок

Минская область: Борисов, Молодечно, Слуцк, Солигорск

Могилевская область: Бобруйск, Глуск, Горки, Кировск, Могилев, Осиповичи, Чериков, Шклов

ных функций СРО, а именно – регуляторной, лоббистской и технологической [8].

Выполнение СРО регуляторных функций есть не столько возможность, сколько обязанность саморегулирующихся организаций перед своими членами. Основные регуляторные задания СРО согласно законодательству – разработка и принятие кодекса профессиональной этики и осуществление контроля за его соблюдением членами организации, установление требований профессиональной квалификации и требований относительно профессиональной подготовки работников членов СРО, внедрение эффективных механизмов решения споров между членами СРО и их клиентами.

К лоббистским относят функции инициирования совершенствования законодательства и представления интересов и защиту интересов членов СРО в органах государственной власти, судах, других организациях.

Технологические функции СРО связывают с обеспечением выполнения участниками саморегулирующейся организации профессиональной деятельности. Примерами здесь может выступать деятельность бирж относительно проведения биржевых торгов и деятельность депозитариев в плане обеспечения проведения клиринга и расчетов. Участники, биржи и депозитарии самостоятельно принимают правила функционирования торговой или внебиржевой системы, которых должны придерживаться. Таким образом, биржа и депозитарий могут рассматриваться как естественная технологическая составляющая СРО.

Как и любой другой метод регуляции, саморегуляция имеет определенные ограничения. Она может являться более эффективным механизмом и при этом общественно приемлемым решением в зависимости от:

- природы проблемы (вида «провала рынка», на компенсацию которого направлена регуляция);
- характеристик отрасли или местного бизнес-сообщества (концентрации, однородности и тому подобное);
- социального капитала (способности субъектов ведения хозяйства к коллективным действиям);
- действенности и стоимости государственной регуляции или потенциальной



общественной стоимости отсутствия регуляции вообще как альтернативы саморегуляции.

Критика саморегулирования указывает на неминуемые, связанные с ней, конфликты интересов. В докладе подкомитета Сената по ценным бумагам в 1973 году (1973 Senate Securities Sub, Committee Report) шла речь о распространенных проблемах саморегулирования:

– объекты регуляции, естественно без особенного энтузиазма относятся к регуляции;

– возникает скрытое желание использовать видимость регуляции отрасли как щит против более серьезной регуляции;

– предприниматели склонны использовать коллективные действия для удовлетворения своих интересов путем введения недостаточно жестких с позиций регулятивных потребностей антимонопольных правил;

– возникает сопротивление изменениям в системе регуляции, обусловленное экономической заинтересованностью в ее сохранении в неизменном виде [9].

С тех пор прошло много лет, однако эти проблемы по-прежнему актуальны.

Однако нельзя не сказать и о преимуществах саморегулирования. По мнению экспертов, саморегулируемые организации осуществляют деятельность в интересах не только своих членов, но и значительно более широкого круга лиц – клиентов, инвесторов, потребителей. Институт СРО является инструментом защиты предпринимателей от избыточного государственного контроля и необоснованного вмеша-

тельства государства в рыночные процессы. Саморегулируемые организации, с одной стороны, выступают естественным регулятором рыночных отношений в системе «бизнес – потребитель», а с другой – обеспечивают коммуникативные связи в системе «бизнес – власть», которая свидетельствует об их исключительной эффективности [10].

Из опыта других стран можно сделать вывод, что саморегулирование работает, когда:

- существует отраслевая ассоциация или несколько, что охватывают абсолютное большинство субъектов ведения хозяйства;
- существует общий интерес к соблюдению определенных норм в общественных интересах;
- субъекты ведения хозяйства являются более-менее однородными, то есть имеют похожие интересы и возможности;
- конкуренция является достаточно высокой, чтобы предоставить субъектам

ведения хозяйства, которые согласились на саморегуляцию (например, сертификацию систем качества), ощутимые конкурентные преимущества. Вместе с тем, чем большее количество фирм участвует в саморегуляции, тем тяжелее им договориться, и, соответственно, менее эффективной может быть схема получения конкурентных преимуществ.

Сторонники саморегулирования утверждают, что экспертный и оперативный характер саморегулирования часто является самым целесообразным и практическим средством регуляции. Когда объекты регуляции фактически становятся участниками регулятивного процесса, они лучше понимают его цель и свою заинтересованность в нем. В некоторых отраслях саморегулируемые организации могут способствовать соблюдению этических стандартов (не только тех, что могут быть установлены законом).

Таким образом, учитывая недостатки, которые во время кризиса зафиксировали эксперты относительно деятельности СРО, в том числе фондовых бирж, активно избавляющихся от статуса неприбыльных организаций, нами уточнено определение термина «саморегулируемая организация». Предложенное понятие учитывает как специфику украинского фондового рынка, в частности то, что фондовая биржа является неприбыльной организацией, так и современные тенденции развития и основные функции СРО в мире. Следовательно, саморегулируемая организация на фондовом рынке – это неприбыльное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, которое участвует в регуляции и защите интересов участников биржевых сессий под надзором Государственной комиссии ценных бумаг и фондового рынка и проводит мониторинг за непосредственной операционной деятельностью собственных членов.

Очевидно, что роль саморегулируемых организаций на мировых финансовых рынках вот уже более четырех десятилетий если не возрастает, то остается стабильной. Это позволяет говорить о важности деятельности СРО как регулятора процессов воспроизводства и о перспективах совершенствования всего механизма функционирования рыночных отношений. ▀

ЛИТЕРАТУРА

1. Дорошенко, І. Саморегуляція глобальних фінансових ринків – механізм встановлення ринкової рівноваги чи джерело нестабільності та макроекономічних ризиків / І. Дорошенко // Банківська справа. – 2009. – № 1. – С. 14–26.
2. Кий, О. Саморегулювання на фінансовому ринку: реалії та перспективи / О. Кий // Фінансовий ринок. – 2008. – № 9. – С. 17–18.
3. Міщенко, С.В. Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку / С.В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С. 43–52.
4. Рекуненко, І.І. Організаційно-економічний механізм саморегулювання на фінансовому ринку / І.І. Рекуненко // Інноваційна економіка. – 2011. – № 1. – С. 209–213.
5. Бачал, Н. Сутність саморегулювання професійної діяльності учасників фондового ринку / Н. Бачал // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2010. – № 11 (219). – С. 15–17.
6. Закон України: Про цінні папери та фондовий ринок: станом на 20.02.2013 р. [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – 2006. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>. – Дата доступу: 20.09.2013.
7. Салин, П.Б. Становление и развитие института саморегулируемой организации в Российской Федерации : автореф. дис. ... канд. юр. наук: 12.00.01 / П.Б. Салин. – СПб., 2010. – 22 с.
8. Хоружий, С.Г. Розвиток саморегулювання у сфері біржового обігу цінних паперів як інструмент оптимізації державного регулювання / С.Г. Хоружий // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – № 18. – С. 198–203.
9. Рекуненко, І.І. Особливості діяльності саморегулятивних організацій на ринку фінансових послуг / І.І. Рекуненко, Є.П. Бондаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», 2010. – Вып. 29. – С. 394–407.
10. Бачал, Н.В. Саморегулювання професійної діяльності учасників фондового ринку: сутність, цілі й принципи запровадження / Н.В. Бачал [Електронний ресурс]. – 2011. – С. 238–241. – Режим доступу: <http://stp.diit.edu.ua/article/download/6848/5876>. – Дата доступу: 08.09.2013.