

Терещенко Г. М.,

кандидат економічних наук,

старший науковий співробітник

відділу фінансових ринків та послуг

Науково-дослідного фінансового інституту

при Міністерстві фінансів України

ВПЛИВ АСИМЕТРИЧНОСТІ ІНФОРМАЦІЇ НА РОЗВИТОК РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Дослідження проблем ефективного розвитку ринку цінних паперів в Україні залишаються актуальними і до сьогодні. На жаль, вітчизняний фондовий ринок не відіграє провідної ролі як механізм мобілізації та перерозподілу вільних фінансових ресурсів національної економіки, а його функціонування пов'язане з високим ступенем маніпулювання, впливом асиметричності та використанням інсайдерської інформації.

Маніпулювання ринком є досить давньою проблемою зарубіжних фондових ринків. Перша судова справа за фактом маніпулювання була порушена у 1814 р. у Великій Британії¹. Так, регулювання даного питання має достатній досвід у розвинених країнах. Утім, практика маніпулювання та асиметричності інформації має місце і сьогодні, що підтверджує актуальність проблеми на будь-якому етапі розвитку ринку цінних паперів.

Відзначимо, що ступінь маніпулювання на українському ринку цінних паперів має загрозливий характер. Низькі обсяги та ліквідність вітчизняного фондового ринку дають змогу навіть брокерам “середньої руки” використовувати асиметричність інформації та укладати маніпулятивні угоди.

Питаннями розвитку та регулювання ринку цінних паперів займалося і займається чимало вітчизняних науковців та професійних учасників ринку. Серед них особливо слід виокремити О. М. Мозгового² та М. О. Бурмаку³, праці яких присвячені проблемам регулювання ринку цінних паперів, а також В. В. Корнєєва⁴ та С. В. Глущенко⁵, які зосереджували свою увагу переважно на дослідженнях інфраструктури фондового ринку та розвитку вторинного ринку цінних паперів. Утім, поза увагою залишається проблема маніпулювання на ринку цінних паперів, асиметричності інформації, тобто неоднакового доступу до інформації учасників ринку цінних паперів.

Метою статті є визначення сутності маніпулювання на ринку цінних паперів, виокремлення проблем та окреслення напрямів їх розв'язання.

¹ Тьюлз Р. Д., Бредли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 648 с.

² Мозговой О. М. Фондовый рынок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.

³ Бурмака М. О. Регулювання фондового ринку в Україні // Фінанси України. – 1998. – № 11. – С. 78–83.

⁴ Корнєєв В. В. Інвестиційна спорідненість приватизації і фондового ринку // Фінанси України. – 2002. – № 4. – С. 73–79.

⁵ Глущенко С. В. Становлення вторинного ринку корпоративних цінних паперів в Україні // Наукові праці НДФІ. – 1999. – № 7. – С. 65–74.

Зазначимо, що маніпулювання є штучним контролюванням курсу цінних паперів: воно є спробою продавати цінні папери за цінами, вищими або нижчими тих, які б встановилися у результаті нормального впливу співвідношення попиту та пропозиції⁶. “Маніпулятор” при цьому намагається одержати прибуток або, навпаки, уникнути збитків шляхом встановлення фіктивних цін, як правило, за рахунок інвесторів.

На ринку цінних паперів виокремлюють два основні види маніпулювань: маніпулювання цінами та маніпулювання ринком.

Маніпулювання цінами – це укладання угод купівлі-продажу, яке здійснюється одним або кількома учасниками ринку з метою зміни природної ринкової вартості цінного папера, а також фіксації та стабілізації курсу цього цінного папера.

Маніпулювання ринком – це здійснення впливу на курсову вартість цінних паперів, які обертаються на ринку, за рахунок проведення короткострокових та довгострокових угод великого обсягу.

На думку автора, маніпулювання можна визначити як здійснення професійними учасниками ринку цінних паперів дій, спрямованих на розповсюдження неправдивої інформації або використання інсайдерської інформації, яка призводить до зниження або підвищення цін на фінансові інструменти та впливає на активність на ринку цінних паперів, вводячи в оману інвесторів стосовно рівня цін та ліквідності ринку з метою отримання надприбутків.

Відзначимо, що маніпулювання було прерогативою нерегульованого фондового ринку передусім в США до 30-х років ХХ ст., який найбільше критикувався.

Маніпулювання насамперед здійснюється заради досягнення однієї з трьох цілей:

- підвищення ціни (“маніпулятор” збуває акції за зростаючою ціною. Це – найзвичайніша мета маніпулювання);
- стабілізація ціни (остаточним результатом стабілізації, звичайно, буває те, що цінні папери продаються за цінами, вищими від тих, що встановилися б природним шляхом. Необхідність стабілізації часто виникає при первинному розміщенні нового випуску. Цей вид маніпулювання рідко критикується);
- зниження ціни.

Маніпулювання на ринку цінних паперів достатньо важко класифікувати через велику кількість форм та різних механізмів їх здійснення⁷:

- wash sales (відмиваючі продажі);
- корнери;
- операції пулів;
- імітація активності ринку.

“Wash sales” є одним з початкових форм маніпулювання ринком. За своєю суттю вони є псевдопродажем; жодного переходу прав власності не

⁶ Тьюлз Р. Д., Бредли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 648 с.

⁷ Там само.

відбувалося. Один з найпростіших механізмів маніпулювання полягає у тому, що два брокери симулювали на біржі продаж цінних паперів; ціна була узгоджена раніше, пропозиція продати або купити приймалася, але власне переходу грошей та цінних паперів не відбувалося. Інший спосіб полягав у розміщенні спекулянтом протилежних замовлень у двох брокерів: спекулянт продавав визначену кількість акцій через одного брокера і знову купував через іншого. Третій метод – продаж визначеного пакета акцій товаришеві або спільнику. У подальшому витрати спільника компенсувалися, акції ж поверталися до власника. Четвертий метод – продаж акцій чоловіка дружині здебільшого заради уникнення оподаткування. Слід зазначити, що для України використання такого виду маніпулювання мало ймовірно.

Корнер (кут) – це спекулятивна ситуація на біржі, коли власність на акції, які знаходяться в обігу, настільки сконцентрована, що продавці можуть знайти потрібні їм цінні папери лише у невеликій кількості власників. При такій ситуації ціни на акції зростають як природним шляхом, так і внаслідок маніпуляцій. В міру зростання цін спекулянти починають продавати акції, відчуваючи, що ціни піднялися дуже високо і скоро відбудеться їх падіння. Вони позичають акції для продажу; часто цінні папери видає у позику група, яка контролює ринок. Внаслідок цього спекулянти, які намагаються закрити власні позиції, починають знову купувати акції, які продали, й оскільки ці акції є в наявності лише у групі, яка контролює їх ринок, вони вимушені погоджуватися на ціну, яка продиктована цією групою. Отже, можна сказати, що такі продавці “заганяються в кут”. У перші роки функціонування Нью-Йоркської фондової біржі на ній часто виникали корнери. У ХІХ ст. вони були настільки звичайні та прибуткові, що Генрі Клоувс, відомий фінансист та історик Уолл-Стріт, описуючи період після громадянської війни, констатував: “Усі великі капітали були нажиті за допомогою корнерів”. Яскравими епізодами в історії Уолл-Стріт є деякі корнери, які були організовані великими біржовими гравцями минулого. Деякі буде цікаво розглянути у цій статті. Два корнери з акціями Гарлемської залізниці виникли завдяки двом бізнесменам – Корнеліусу Вандербільту та Деніелу Дру. Так у 1862 р. Вандербільт забезпечив участь у Гарлемській залізниці в Нью-Йорку всього по 8 дол. за акцію. Коли він одержав контроль над компанією, вартість акцій на той час досягла 50 дол. за одиницю⁸.

На початку існування компанія “Erie Railroad” була однією з наймогутніших залізничних компаній країни і, як і багато інших, стала жертвою декількох великих фондових маніпуляцій в історії американських залізниць. Ці маніпуляції відомі під назвою “Erie raids”. Зазначимо, що такий вид маніпулювання, як корнери, майже не використовується в Україні передусім через недорозвиненість ринку цінних паперів, його невеликі обсяги та капіталізацію.

Сутність пулів полягає у тимчасовому об’єднанні двох і більше осіб з метою проведення операції з цінними паперами, яка має характер маніпу-

⁸ Тьюлз Р. Д., Бредли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 648 с.

ляцій. Операції пула звичайно оформлювалися угодами про його створення. Договір міг бути усною угодою кількох людей про активну торгівлю конкретними цінними паперами з використанням спільного рахунку, а міг бути й складним документом, що регламентував усі аспекти прав та обов'язків кожного з учасників. Для досягнення успіху в операціях пули передбачали наявність кваліфікованих та досвідчених менеджерів. Ними могли стати біржові торговці з досвідом проведення непростих угод, менеджери корпорацій, але частіше за все – брокери та дилери. Успішна маніпуляція завжди передбачає дохід. У кількох випадках дані про прибутки пулів були опубліковані. Одним з найприбутковіших вважається пул з маніпулювання акціями “Sinclair Consolidated oil”, який відбувся у 1929 р.; його прибутки становили 12,618 млн дол. Мали місце змови з посадовими особами та зі спеціалістами⁹.

Реклама завжди була незамінним інструментом в операціях пулів. Мета реклами полягає у тому, щоб привернути увагу широкого кола інвесторів до будь-яких конкретних акцій та підтримувати їх доти, доки пул не почне продавати їх. Ефективною була практика натяків та чуток. Вдало поширені чутки починали циркулювати серед торговельної публіки.

До появи зацікавленості інвесторів в акціях також залучалися платні експерти в галузі реклами та формування суспільної думки.

Останнім способом, що широко застосовувався пулами, була імітація активності ринку, яка полягала в енергійному “збовтуванні” акцій на ринку: пул просто купував та продавав акції у величезних кількостях. Мета цієї операції очевидна – привернути увагу біржової клієнтури до конкретних акцій. Інвестори поспішали купувати акції, побоюючись, що буде запізно. В міру зростання курсу під впливом збільшення обсягів торгівлі на ринок виходили дедалі нові покупці, які ще більше активізували ринок і, зрозуміло, сприяли подальшому зростанню курсу, що й було метою усієї операції пула. Слід зазначити, що існує висока вірогідність використання пулів в Україні.

На сучасному етапі в розвинених країнах з прийняттям певних правил вже неможливо проводити операції пулів зразка 1920-х років. Ці правила були введені як самими біржами, так і органами державного регулювання. Від пулів стали вимагати повідомлень про всі операції, що проводилися. Членів бірж взагалі позбавили можливості брати участь у пулах; їм було заборонено обіймати в пулах посади менеджерів та надавати їм кредити. Крім цього, члени біржі не мають права виконувати біржові накази, спрямовані на створення імітації активності ринку конкретного цінного папера. Спеціалістам забороняється виконувати накази “на розсуд брокера”. Участь у торгівлі цінними паперами своїх корпорацій директорів, які обіймають керівні посади, та основних акціонерів різко обмежена. Усі ці та інші правила й заборони, спрямовані на скорочення операцій маніпулювання, які відігравали досить важливу роль на фондовому ринку розвинених країн, у минулому.

⁹ Тьюлз Р. Д., Бредли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 648 с.

Такі зловживання та маніпулювання на ринках цінних паперів розвинених країн вже давно відійшли в історію, сьогодні ці ринки характеризуються прозорістю, відкритістю та урегульованістю. В Україні, навпаки, ця проблема гостро стоїть перед учасниками ринку цінних паперів та потребує якомога швидшого вирішення.

В Україні маніпулювання на ринку цінних паперів порушує його стабільність, призводить до розбалансованості, утворення штучних цін, виникнення економічної диспропорції та отримання необґрунтованого прибутку насамперед за рахунок введення в оману інших учасників ринку. Відзначимо, що маніпулювання передусім тісно пов'язане з використанням інсайдерської інформації та нечесною торговою практикою брокерів.

Ще у 1998 р. була створена Спеціальна робоча група з питань корпоративного управління та прав акціонерів (згідно з меморандумом про взаєморозуміння між урядами США та України), якою було розроблено та передано до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку проект положення “Про заборону маніпулювань та інсайдерської торгівлі на ринку цінних паперів”. Проект положення містить норми, що забороняють маніпулювання на ринку цінних паперів, а також інсайдерську торгівлю. Зважаючи на те, що значення таких ключових термінів, як “інсайдер”¹⁰, “істотна та неоприлюднена інформація”, “маніпулювання” не є чітко визначеними у національному законодавстві, у цьому проекті положення представлено перелік дій, які слід вважати маніпулюванням на ринку цінних паперів, а також встановлюються заборони для осіб, що володіють інсайдерською інформацією. На жаль, до сьогодні немає законодавчого врегулювання питань маніпулювання на ринку цінних паперів.

Утім, слід зазначити, що все ж таки відбулися позитивні зрушення щодо нормативного врегулювання поняття “інсайдер” та “інсайдерська інформація”. Так, 23 лютого 2006 р. Верховною Радою України був прийнятий та 28 березня 2006 р. підписаний Президентом України Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок”, головним розробником якого виступила Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку¹¹.

Зокрема, у Законі України “Про цінні папери та фондовий ринок” визначено поняття недобросовісної емісії цінних паперів та підстави для визнання емісії недобросовісною (порушення порядку прийняття рішення про відкрите розміщення цінних паперів, внесення недостовірних даних до проспекту емісії, порушення емітентом прав інвесторів). Закон також впроваджує систему розкриття інформації, яка передбачає, на відміну від чинного Закону, оприлюднення такої інформації:

- про власників пакетів акцій понад 10 % статутного фонду;
- про додаткове розміщення цінних паперів, номінальна вартість яких перевищує 25 % статутного капіталу;
- про викуп емітентом власних акцій.

¹⁰ *Інсайдер* (від англ. *insider*) – поінформована особа, яка має доступ до інформації, що недоступна широкому загалу.

¹¹ <http://www.ssmsc.gov.ua>.

І особливо підкреслимо, що цим нормативним актом визначається поняття інсайдерської інформації про емітента або його цінні папери та порядок використання таких даних інсайдером, а також встановлюється кримінальна відповідальність за умисне розголошення або використання інсайдерської інформації.

Законом також встановлені вимоги до об'єднання учасників фондового ринку, що бажає отримати статус саморегулювальної організації, а також порядок та умови делегування від такої організації регуляторних повноважень.

Провідну роль у саморегулюванні на ринку цінних паперів відіграють фондові біржі, які забезпечують найоптимальніші умови для об'єктивного регулювання попиту-пропозиції і виявлення дійсних ринкових цін. Зосередження обігу цінних паперів на організованих ринках має важливе значення для функціонування фондового ринку, зокрема для підвищення його відкритості, прозорості, ліквідності, інвестиційної ефективності та збільшення кількості укладених угод.

На сучасному етапі, за даними ДКЦПФР, обсяг торгів на організованих ринках цінних паперів становить незначну частку від загального обсягу торгів. Загальні обсяги торгів та обсяги торгів на організованому та неорганізованому ринках представлені на рис. 1 та 2.

Такий стан речей, безперечно, негативно впливає на ефективність функціонування ринку цінних паперів, підвищуючи ступінь маніпулювання на ньому та вплив асиметричності інформації. Глобальною проблемою є недобросовісна ринкова практика, пов'язана, зокрема, з маніпулюванням цінами та використанням інсайдерської інформації – негативною рисою, перейнятою українськими учасниками фондового ринку у зарубіжних професіоналів нарівні з деякими позитивними. І в цій сфері вітчизняне законодавство, на відміну від законодавства розвинених країн, на жаль, не відповідає реаліям сьогодення.

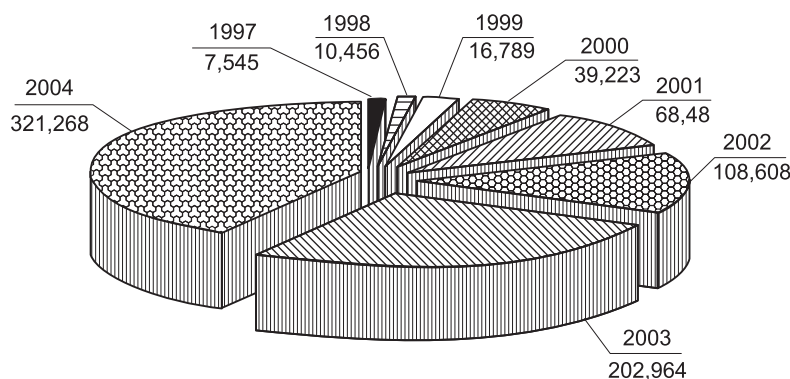


Рис. 1. Загальний обсяг торгів на ринку цінних паперів України у 1997–2004 рр., млрд грн

Джерело: Звіт ДКЦПФР за 2004 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua>.

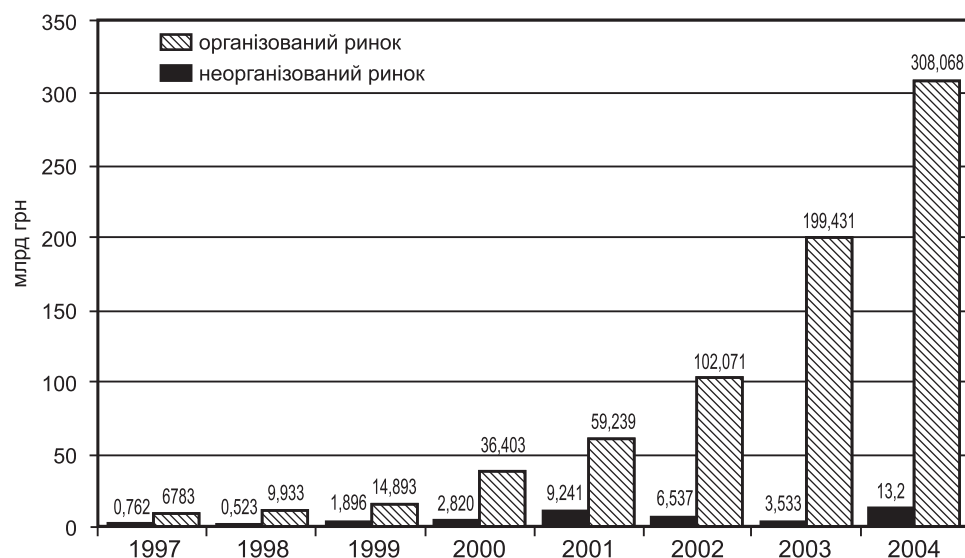


Рис. 2. Обсяги торгів на організованому та неорганізованому ринках у 1997–2004 рр.

Джерело: Звіт ДКЦПФР за 2004 рік. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

Зважаючи на це, можна стверджувати, що для підвищення ліквідності та інвестиційної ефективності ринку цінних паперів необхідна централізація біржової торгівлі в Україні та запровадження практики укладання угод лише на організованих ринках. Поряд з цим протидія маніпулюванню на фондовому ринку з боку організаторів торгівлі, саморегулювальних організацій та держави позитивно вплине на розвиток ринку цінних паперів в Україні.

Також, на нашу думку, для запобігання маніпулюванню цінами на ринку цінних паперів необхідно:

- запровадити систему контролю за заявками на купівлю-продаж цінних паперів та укладанням угод;
- проводити аналіз за підсумками торгів (за критеріями “нестандартних” угод);
- запровадити порядок проведення розслідувань правопорушень на ринку, що пов’язані з маніпулюванням;
- встановити на законодавчому рівні заборону маніпулювань та неправомірного використання інсайдерської інформації при укладанні угод з використанням цінних паперів;
- законодавчо встановити відповідальність за порушення обмежень.

Таким чином, для створення прозорого ринку цінних паперів, зменшення впливу асиметричності інформації та забезпечення рівних умов торгівлі необхідно створити законодавчі норми, які б врегульовували діяльність, пов’язану з маніпулюванням та використанням інсайдерської інформації. Передусім необхідно, щоб дані норми найкраще відображали сутність маніпулювання, мали цілісний характер та не містили б протиріч.