Горловская, Ирина Георгиевна. Формирование методологии и механизма регулирования услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Горловская Ирина Георгиевна; [Место защиты: Ур. гос. эконом. ун-т].- Екатеринбург, 2010.- 350 с.: ил. РГБ ОД, 71 11-8/15

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1 Теоретические основы РЦБ-услуг 14**

1.1 Общенаучные теоретико-системные представления и экспертные знания о профессиональной деятельности п услуге на рынке цепных бумаг. 14

1.2 Научные предпосылки РЦБ-услуг 41

1.3 Экономнко-циетшуциональные ограничения а процессе формирования, предоставления и потреопения РЦБ-услуг 62

**ГЛАВА 2 Концептуальное обоснование исследования и регулирования РЦБ-услуг 82**

2.1 Методологические принципы и экономико-институциональные условия формировании РЦБ-услуг 82

2.2 Экономико-ниституциональкое содержание, структура, свойства и функции РЦБ-услуги 102

**ГЛАВА 3 Методический инструментарий построения моделей РЦБ-услуг и их регулирования141**

3.1 Типология и классификации РЦБ-услуг 141

3.2 Методика идентификации и регулирования РЦБ-услуг на основе структуркого подхода 162

3.3 Развитие методического инструментария регулирования РЦБ-услуг в Российской Федерации 168

**ГЛАВА 4 Модели и механизм регулирования РЦБ-услуг 200**

4.1 Трехуровневая модель регулирования РЦБ-услуг и деятельности субъектов рынка ценных 200

4.2 Особенности регулирования РЦБ-услуг, имманентных ценной бумаге ..214

4.3 Механизм регулирования РЦБ-услуг и деятельности профессиональных субъектов рынка ценных 234

Заключение 257

Библиографический список 263

Приложения 301

**Введение к работе**

Актуальность темы исследован ч-,,, Обеспечение темпов ускоренного экономического развития России посредством качественного повьтіения конкурентоспособности отечественного рынка ценных бумаг нак сегмента финансового рынка, а также потребности экономических субъектов рыночной экономики в перераспре делении денежных ресурсов требуют наличия адекватно развитой инфраструктуры ринка цежшх бумаг. Услуги на рынке ценных бумаг (РЦБ-услуги) являются его неотъемлемой частью: профессиональные субъекты рынка ценных бумаг (услугодатели РЦБ-услуг) способствуют эффективному обмену активами и обязательствами между эмитентами ценных бумаг и инвесторами. Значимость услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг возрастает по мере совершенствования механизмов перераспределения с помощью ценных бумаг в русле общемировых тенденций: глобализации финансовых рынков\* усиления позиций организованных рынков ценных бумаг, дематериализации ценных бумаг, информатизации. унификации и стандартизации процедур и деятельности участников рынка ценных бумаг.

Согласно Стратегии развития финансового рынка на период до 2020 г., утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р, перед отечественным рынком ценны\* бумаг стоят задачи; во-первых, обеспечения эффективности его инфраструктуры путем унификации, регулирования всех его сегментов; повышения уровня предоставления услуг по учету прав собственности на ценные бумаги; во-вторых, совершенствования государственного регулирования и самореіулирования рынка ценных бумаг путем унификации принципов н стандартов деятельности участников финансового рынка, принятия действенных мер но предупреждению и пресечению недобросовестной деятельности на финансовом этих условиях ощущается острая необходимость в углублении и расширении научных представлений об участниках рынка, предмете их дея- тельности и регулировании на основе системных и специальным подходоВ-Упификация государственного регулирования и саморегулирования требуют разработки и использования единой методологии, понятийного аппарата и методического инструментария. Между тем, вопросы теории услуг на рынке ценных оумаг являются недостаточно разработанными. Малоисследованным остается содержание услуги на рьшкс ценных бумаг, а, следовательно, изменения в нормативно-правгжой базе регулирования jthx услуг не всегда обоснованы с научной точки зрения. Парадигма регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, адекватная начальному этапу его развития, не соответствует современному соетояниїо PUG-услуг. К нерешенным проблемам отечественного рьтнка ценных бумаг следует отнести вопросы, связаннее с идентификацией профессиональных услуг на рынке ценных бумаг: проблему разграничения профессиональной и непрофессионально!\* деятельности; вопросы, связанные с определением границ, уровней, требований и условий лицензирования профессиональной деятельности. Особая потребность в фундаментальных исследованиях наблюдается м период финансового кризису поскольку от качества услуг на рынке ценных бумаг, от уровня, степени и способов их регулирования зависят результаты взаимодействия реального и финансового секторов экономики, степень защиты интересов инвесторов.

Таким образом, в связи с растущей сложностью рынка ценных бумаг, с учетом перспектив его развития и значимости в экономике возникла необходимость методологического обоснпБанчя регулирования РЦБ-услуг на рынке ценных бумаг Российской Федерации.

Разработанность темы исследования. Изучение отечественной и за-убезкной научной литературы по теме диссертации показало, что фундаментальные исследовании РЦБ-услуг не проводились. Между тем, накоплен значительный опыт в научных трудах, посвященных разным аспектам рынка ценных бумаг как сложного, многоуровневого явления, что позволило выдс-и исследовать РТДБ-услуги.

Значительный вклад в развитие теории ценных бумаг, исследование природы it характеристики ценных бумаг внесли М. Лгарков, М. А. Алексеев, Б. И. Алехин, Л. И. Басов, Т. А. Батяева, С. А. Белов, В. А. Еоровкова, П. В. Воробьез, Вн А+ Галанов, А. Ю. Грибов, Е. Дсмушкнна, 6. Н+ Едро?гова, А. Г\_ Каратуев, В. И. Колесников, В. А. Лялин, Я. М. Мнркин, Е. В. Михайлова, П. Л. Маренков» Т+ Н. Новожилова, А. С. Селищев, Д. И\_ Степанов, И. И, Столяров, В. С. Торкаиовский, М. Б. Ческидов, Г. Н. Шевченко.

Институциональные основы рынка ценных бумаг как совокупности правил, норм и традиций экономического поведения и совокупности взаимодействующих организаций раскрыты в трудах зарубежных ученых: 3. Боди, X. Деысеца, Рн Коуза, Р. Мертона, Д. Норта, А. Оноре, 0« Уильямсопа. Рассмотрению проблем российского рынка ценных бумаг с позиции неоинсти-туционализма посвящены работы Р. И. Капелгопшикова, С. В. Лосева, ГГ Миллер, А. Н. Олейыика, Тн В, Тормозовой, Е. В. Чирковой, А. Е. Шаститко.

Общетеоретическое содержание и особенности услуг профессиональных субъектов выявлены на основе трудов Ф. Котлера, К. Лавлока, К. Хаксе-вера, Б. Рендсра, Р. Рассела, Р. Мердика, М. Скотта, К. Грсироосл, ГА, Ава-несовой, В. А. Бескровной, Т. Д. Бурменко, X. Ворачека, В. Э. Гордіша, Ы. IL Даниленко, В. И. Николайчука, М. А. Николаевой, А. Разумовской, М. Д. Сущинской, Т. А. Туренко, Д. И. Хлебовича, В. Янченко.

В основу исследования деятельности профессиональных субъектов по оказанию услуг на рынке ценных бумаг легли работы А. И. Басова. Т. А. Ба-тясвой, В. А. Боровковой, В. А, Галанова, М. И. Глуховой, В. Н. Едроновой, Е. Ф. Жукова, А. Г. Ивасенко, А. Козлова, А. А, ТСилячкова, В. И. колесникова, К. В. Криничанского, Н. Л, Маренхова, Яг М. Миркина, Т. Н. Новожиловой, А. В. Приходыго, Б. Б. Рубцова» А, С. Солищева4 Н\* Г, Семелнугиной, Е. В. Семенковой, М. В. Снежинской, И. И. Столярова, Л, С. Тарасевича, В. С. Торкановского, Кт С. Царихипа, Л, А. Чалдаевой. В них отражены различные аспекты деятельности профессиональных участников отечественного рынка гх бумаг. Особенности услуг элементов учетной системы рынка ценных

5умаг (регистраторов и депозитариев) раскрыты в трудах A. R. Абрамова, К. Р. 'Уламокой, Б, И. Алехина. Е. В. Архниовой, П. М Ланского, И, Лысихина, Ф. Маіізенбсрга, В. С. Петрова, Д. Соловьева, Г. С. Фей гина, С. Г. Хоружего, Б. В. Черкасского. Важными для построения типологии РЦБ услуг являются работы В. В, Ковалева, И. А. Бланка,

При исследовании услуг на зарубежных рынках ценных бумаг были использованы работы Г, Александера, Д. Блэкуэлла, 3, Бодп, Дж, Бэйли, Л. Гитмана, М. Джонка, А. Кейна, Д. Кидуэяла, Р. Колба, П. Колдуэла, Д. Еро-суэйта. Р. Мсртона, Ф. Мишкина, Р. Пегерсона, Р. Тыолпза, Т. Тьюлза, ф. Фа-боцци, У. Шарпа. Несмотря на то. что тааэанные авторы напрямую ні: исследуют услуги на рынке ценных бумаг, их теоретические выводы позволяют определить место и роль профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг, сформулировать классификационные признаки РЦБ-услуг, а также выявить магистральные направления в развитии РЦБ-услуг.

В работах Э. Атхннсона, М. Вебера, Дж. Стиглица, М. Фридмана заложены те оретико- методологи чес кие подходы к регулировапшо рынка. Отдельным вопросам регулирования рынка псиных бумаг посвящены работы В. А. Белова, Е. В. Зенькович, Е. Колдашовой, Н. В. Мещеровой, А. Рота, А. Захарова, Р. Бернарда, П. Барепбойма, Б, Борна, П. М. Лакскова, Н, Миллер, В. Д. Миловидова, Я. М. Миркина, В. С. Олескачевекого. Б. Б. Рубцова, О. В. Саввиной, Н. Г. Семелготиной, В. Л. Тамбовцевд.

Дискуссионное проблематики, недостаточная иеследованность РЦБ-услуг и необходимость научного пбоснования механизма регулирования деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг обусловили выбор теин, not гановку цели и задач диссертационной работы,

Цель исследования заключается в разработке теории РЦБ-услуг, методологии и механизма их регулирования в условиях экономики России. Для остижения указанной цели в работе необходимо решить следующие основные задачи: исследовать и систематизировать теоретические основы РЦБ-услуг; систематизировать іюдходьі к исследованию услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг для обоснования идентификационно-структурного подхода; раскрыть и обосновать содержание^ структуру и функции РЦБ-услуги на основе выявления экономико-институциопалиной характеристики ценной бумаги; предложить и обосновать типологию и классификации РЦБ-услуг в качестве инструментария ее идентификации и регулирования; определить место и роль РЦБ-услуг учетной системы рынка ценных бумаг с учетом основных тенденции развития рынка ценных бумаг; исследовать особенности разлития и регулирования РЦБ-услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг в Российской Федерации; предложить и обосновать модели и механизм регулирования РЦБ-услуг и деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг.

Предмет исследования — услуги профессиональных субъектов рынка цепных бумаг, обусловленные их экономико-институциональной характеристикой,

Объект исследования — рынок ценных бумаг как система перераспределения денежных средств и предоставления услуг профессиональными субъектами. ^^^^^^

Теоретико-методологической основой исследовании послужили фундаментальные положення нескольких научных направлений: неоинсти-туциональной экономической теории, теории ценных бумаг, теории финансовых рынков, теории финансового посредничества, теории регулирования рынка. На их пересечении построено данное исследование. /

Исследование выполнено с учетом идентификационно-структурного подхода на основе принципов системности, комплексности, детерминированности. В работе были применены следующие методы исследования и изложения материала: метод моделирования, метод экономико-статистической \*С» з группировки (структурной, типологической), компаративистский, (сравнительный) анализ, метод графических интерпретации.

Информационной базой исследования являются; научные разработки, моноірафии, учебные разработки, статьи отечественных и зарубежных ученых, статистическая и иная информация о рынках ценных бумаг его отдельных сегментах, данные отечественных н зарубежных организаций; аналитические материалы саморегулнруемых организаций, профессиональных участников рынка ценных бумаг, научных организаций, опубликованные в периодических научных изданиях» информационных сборниках и обзорах, размещенные на корпоративных, ведомственных и общегосударст-ненных сайтах в сети Интернет; законодательные десты Российской Федерации, указы Президента Российской Федерации, постановлений Правительства Российской Федерации, положения Федеральной службы по финансовым рынкам, Центрального банка, Федеральной службы государственной статистики, Российской торговой системы, Московской межбанковской валютной биржи, справочные издания, законодательные акты стран ближнего и дальнего зарубежья, публикации международных финансовых организаций, данные из сети Интернет.

В качестве временных рлліок исследования определен периоде 1990 г. по настоящее время.

Соответствие паспорту ВАК. Исследование соответствует формуле специальности 0S.OO.10 Финансы, денежное обращение и кредит: п. 43. Институциональные преобразования рынка ценны\* бумаг и проблемы деятельности его институтов; п, 4.6. Государственное регулирование фондового рынка.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в развитии теории рынка ценных бумаг, з разработке теоретико-методологических положений и методических рекомендаций исследования и нровлния РЦБ-услуг, позволяющих расширить представление энэяоыв- ческой науки о содержании и специфике их формирования, уровнях и механизме их регулирования,

Научные результаты, полученные лично автором н отражающие научную новизну исследования, заключаются в следующем:

Комплексно раскрыты теоретические основы РЦБ-услуги на основе определения карактеристики ценной бумаги с разграничением се признаков и свойств как товара особого рода, базовых потребительских своПств> формы выпуска и способа передачи прав по ценной бумаге.

Систематизированы подходы к исследованию услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг. Предложен и обоснован идентификации онно-структурныи подход как инструмент идентификации и, регулировании РЦБ-у слуг j. Впервые теоретически обосновано понятие «РЦБ-услуга» как синтез понятии потребность, деятельность и ценность дстерминиронанных характеристикой ценных бумаг. Аргументированы услония формирования и функционирования РЦБ-услуг, Расширен понятийный аппарат, используемый при анализе рынка ценных бумаг посредством введения в научный оборот понятия «профессиональный субъект рынка ценных бумаг».

4. Определен методический инструментарий идентификации РЦБ- услуги и ее регулирования на основе идентификационно-структурного под хода. Разработана типология и новые классификации РЦБ-услуг, Аргументи ровано разделение РЦБ-услуг на имманентные ценным бумагам и трансцен дентные РЦБ-услуги. В качестве инструмента для идентификации РЦБ- услуги, определения содержания профессиональной деятельности по пред ложению и оказанию РЦБ-услуги для регулирования отдельных видов Р1Ц>- услуг разработаны и предложены первичная и вторичная матрицы РЦБ- услуг. Л

5, Доказано, что ценная бумага, выпущенная в бездокументарной фор ме, существует исключительно во взаимосвязи с регистрационными и учет- РЦБ-услугами. Обосновано место и роль услуг учетной системы как

10 РЦБ-услуг, имманентных бездокументарной ценной бумаге. Построены базовые модели предоставления РЦБ-услуг учетной системы рынка ценных бумаг и сделаны рекомендации в отношении их использования,

Предложена и обоснована модель реіулнравания РЦБ-услуг и деятельности профессиональных субъектов, предлагающих и оказывающих РЦБ-услуги^ включающая государственное регулирование, саморегулирование и контрактное регулирование, позволяющая выработать практические рекомендации в области разграничения полномочий по уровням регулирования,

Разработан механизм регулирования деятельности профессиональных субъектов, предлагающих н оказывающих РЦБ-услуги на основе идентификационно-структурного подхода. f^

Научные положения и выводы работы могут служить базой для дальнейших исследовании данной проблематики.

Практический значимость исследования. Теоретические, методологические, практические результаты и выводы исследования могут быть использованы: государственными органами при разработке концепций развития и регулирования рынка ценных бумаг; законодательных и нормативных актов, регламентирующих регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг- еаморегулпруемыми организациями в процессе формирования требований к профессиональным участникам рынка ценных бумаг и стандартов их профессиональной деятельности, а также и процессе контроля над выполнением стандартов; профессиональными участниками рынка ценных бумаг и процессе разработки и использования внутренних документов, регламентирующих пре-оставленнс РЦБ-услуг.

Ряд результатов и выводов диссертационного исследования может использован в учебном процессе при совершенствовании преподавания по финансовым дисциплинам, разработке программ учебных курен и, учебно-методнческих пособий, чтении специальных учебных курсов для экономических специальностей, бакалавриата а магистратуры направления «Экономикам (профиль «Финансы и кредит»).

Апробаиня результатов исследовании. Основные выводы и теоретические положения диссертационно 10 исследования были представленье на конференциях международного и всероссийского уровня, в том числе на международных научных и научно-практических конференциях: Международная научно-практическая конференция «Экономика региона: интеллект, инновации, предпринимательство» (Омск, 200У); Всероссийская научная конференция «Университеты России; вклад в образование и научное развитие регионов страны» (Омск, 2009); 4-а международна научна практична конференция «1 [аучио пространство на Европа-2008» (София, Болгария, 2008). TV M^dzynarodowej naukowi-praklyeznej konferencjl uStrategiczne pytania Swiatowej паиИ-2008» (Przemys, Польша, 200S); Всероссийская электронная научная конференция «Современные инвестиционные и финансовые технологии» (Москва, 2008); Международная научно-практическая конференция «Конкурентоспособность региональной экономики: опыт, проблемы, перспективы» {Омск, 2007); Международная научно-практическая конференция «Двенадцатые Апрельские экономические чтения» (Омск, 2007); Международная научно-практическая конференция «Перспективы и пути развития экономики региона» (Омск, 2006); Международная научно-методическая конференция «Научные основы преподавания финансово-кредитных и учетных дисциплин» (Москва. 1999); Всесоюзная научно-практическая конференция «Общества Человек. Экономика» (Омск, 1996), а также на специали-ванных (профессиональных) научно-практических конференциях «Российский фондовый рынок: перспективы развития» (Омск, 2007); «Новые ин-тпционные возможности на фондовом рынке» {РГС, НАУФОР, Омск,

Работа выполнялась в рамках следующих проектов: гранта «Создание и ввод в опытную эксплуатацию Российского портала открытого образования» (№ 1694/4 от 01.09.2002 г., № 664 от 15.11.2002 г.) с финансированием из Фонда Российского государственного института открытого образования (Москва, 2002 г.}; научно-исследовательский проект «Современные проблемы организационно-управленческого регулирования внутрифирменных экономических отношении» (№407 от Q1.QL2Q06 г.).

Результаты исследования апробированы в концепции развития рынка цепных бумаг Омской области; использовались при разработке концепции социально-экономического развития Омской области до 2015 года; применяются в деятельности профессиональных участников рынка пенных бумаг Омского региона: ООО Финансовой компании «Файнекс», Филиала <ЮРК-ОМСК» ОАО «Объединенной регистрационной компания» (ОАО «ОРК»), ЗАО «.сОктан-Брокерч; Управляющей компании «Октан», Омского фондового интернет центра (ФИф группы компаний АЛОР в процессе предоставления услуг физическим и юридическим лицам. Отдельные положения диссертационного исследования нашни отражение в деятельности Омского филиала Национальной ассоциации участников фондового рынка {HAYФОР), Территориальное управления по Омской области Федерального агентства по управлению государственным имуществом.

Выводы и предложения по разграничению предмета регулирования РЦБ-услуг вошли а аналитические записки, направленные в СРО КАУФОР, Федеральную службу по финансовым рынкам Российской Федерации, Омский областной фонд защиты прав инвесторов.

Полученные теоретические и практические результаты нашли практическое применение в учебном процессе при чтении учебных курсов ^Профессиональная деятельность на рынке ценных бумага, «Современные про\* блемы экономической науки и производства: современные проблемы в сфере финансов», «Ачтестацизг специалистов рынка ценных бумаг» при подготовке іалистов, бакалавров п магистров в области экономики в Омском гасу- дарственном университете им. Ф.М, Достоевского, при реализации программ подготовки специалистов финансового рынка омского отделения НАУФОР.

Публикации. По результатам теоретике-методологических и практических исследований опубликованы 53 работы общим объемом 84,37 п. л., в том числе 9 статей в научных изданиях, рекомеїгдованньїх экспертным советом ВАК РФ.

Структура jнесеpiанионной работы. Диссертация состоит из введения, четырех глан, заключения, библиографического списка и 21 приложения. Работа изложена на 300 страницах основного текста, содержит 42 таблицы, 27 рисунков. Содержание выполненного исследования логически раскрывается в установленной автором последовательности,

## Экономнко-циетшуциональные ограничения а процессе формирования, предоставления и потреопения РЦБ-услуг

Кроме предпосылок, при формировании, предоставлении и потреблении РЦБ-услуг необходимо учитывать ограничения, обусловленные институциональными факторами.

Экономической аксиомой является принцип частной собственности, лежащий в основе рыночных отношений. Для рынка ценных бумаг размытие прав собственности на аьггивьї, участвующие в обмене, выступает доминантным ограничением его эффективного функционирования. Поэтому, по мнению автора., при исследовании РЦБ-услуги должны приниматься во внимание следующие замечания.

П Получение услуги не сопровождается передачей прав собственности на нее, или ее часть, Г. Асс-эль указывает на то, что услуги - это «неосязаемые блага, которые приобретаются потребителями, по не связаны с собственностью [79, с. 337]. К. Харксевер, Б. Рейдер, Р. Рассел и Р. Мердик конкретизируют это положение: «... результат приобретения услуги не подразумевает право собственности на нее» [233, с. 41]. Этого же мнения придерживается К. Лавлок[151,с.43-44]. 2) Объектом РЦБ-услуги являются ценные бумаги. Обмен активами на рынке ценных бумаг возможен, если права собственности соблюдаются в полной мере. Трансакция на рынке ценных бумаг рассматривается как обмен правами собственности на активы в специфической форме, поэтому спецн-икацня прав собственности является ее важным условием. К профессио пальному субъекту (услугодателю) обращаются владельцы ценных бумаг (эмитент на первичном рынке цепных бумаг и инвестор па вторичном рынке денных бумаг) и денежных средств (инвесторы) за получением отдельных посреднических или комплексных РЦБ-услуг, В большинстве случаев процесс предоставления РЦБ-услуги не нозможен без передачи услугодателю ценных Бумаг и/ или денежных средств услугополучателя. Следовательно, в процессе предоставлении РЦБ-услуг в каждый момент времени в отношении них должны быть четко специфицированы права собственности. 3) Магистральными тенденциями на современном рынке ценных бумаг являются дематериализация и иммобилизация выпусков ценных бумаг. Под дематериализацией понимается перевод ценных бумаг из документарной формы в бездокументарную (электронную) форму, а под иммобилизацией -обездвиживание документарных ценных бумаг, которое позволяет обращаться ценным бумагам в бездокументарной форме. Поскольку современные ценные бумаги выпускаются преимущественно в бездокументарной форме или в документарной форме с обязательным централизованным хранением, существует проблема спецификации прав собственности на ценные бумаги РЦБ-услуг в форме информации.

В отношении спецификации прав собственности на рынке ценных бумаг следует отметить работы Э. Йохансон, которая рассматривает проблемы спецификации прав собственности в отношениях залога ценных бумаг, сделок ре-по [344], А .Б. Шаститко и F.A. Кокореиа, которые поднимают проблемы распределения нрав и ответственности при хищении бездокументарных ценных бумаг [333]. Они включают в систему спецификации прав собственности; установление и описание объекта права собственности; определение содержания конкретного нрава собственности через набор правомочий, которым наделен или может быть наделен субъект; установление субъекта прана собственности; установление степени исключительности соответетвующеі-о а, включая основании и механизм отчуждения нрав на соответствующие кты; фиксацию установленных параметров в определенном юридичестами документе, способном подтвердить наличие правд у его обладателя: в случае возникновения конфликта [333, с. 5],

Вышеуказанное позволяет сделать предположение, что решение проблемы спецификации прав собственности в процессе предоставления (потребления) РЦБ-услуг является условием снятия ограничения на их формирование и предоставление {потребление}.

Представляется, что проблема спецификации нрав собственности в процессе предоставления-потребления РЦБ-услуг имеет два аспекта. Перный аспект касается спецификации прав на ценные бумаги в ходе трансакций без посредников. Саглпсня другому аспекту существует проблема спецификации прав на ценные бумаги в процессе предоставления посреднических РЦБ-услуг. когда ценные бумаги перелаются для предоставления услуги профессиональному субъекту рынка ценных бумаг.

В рамках первого аспекта необходимо выделять РЦБ-услуги по подтверждению права собственности на ценные бумаги (учетные услуги) и РЦБ-услугн, способствующие реализаций прав, нытекаюших из ценных бумаг (регистрационные услуги). На наш взгляд, это вытекает из дуалш.ма ценной бумаги: с адноїі стороны она является активом и следовательно, необходимо н возможно в каждый конкретный момент времени определять ее собственника. С другой стороны, ценная бумага представляет собой определенный набор обязательств эмитента, которые он должен предоставить собственнику ценной бумаги в обмен на полученные денежные ресурсы. Отсюда возникает необходимость как в установлении количества цепных бумаг, принадлежащих каждому собственнику, так и а формировании окончательного списка собственников для информирования эмитента, перед кем у него возникают обязательства. В совокупности оба вида услуг принято называть услугами учетной системы. Ее профессиональными субъектамй-услугодателями выступают депозитарии vi реестродержатели. Следует согласиться с М.КХ Алексеевым, который пишет: «Учетная система выполняет функции под-ения как обязательственных прав кредиторов, так и вещных прав собственникои. Он;і оказывает участникам рьінкїї ценных бумаг (кредиторам, должникам, собственникам и пр.} услуги, связанные со евндетсльствованием наличия и характера правоотношении по поводу ценных бумаг» (259, с. 47]. Эти РЦБ-услуги обеспечивают зашиту интересов инвесторов, как поставщиков денежных ресурсов в экономику.

Как показал анализ экономической литературы и нормативно-правовых документов разных стран проведенный автором в монография [112, с.75-92], учетная система может быть организована разными способами, в зависимости от установившегося разделения труда на рынке ценных бумаг, сложившихся традиций и особенностей законодательства, экономическо-правовой лексики, от принятых правил хозяйственного оборота, от объема обращаемых ценных бумаг, от степени развитости используемых технических средств. В разных странах элементы учетной систеыы-услугодатели имеют различные названия (головные депозитарии, регистраторы, кастоди (custody), депозитарии-попечителе, депозитарии хранители, расчетные депозитарии, специализированные депозитарии, центральные (национальные) депозитарии, глобальные депозитарии и др.) и выполняют различные функции. Поэтому субъекты с одним и тем же названием могут в разных странах предоставлять различные по функциональному назначению РЦБ-услуги,

## Экономико-ниституциональкое содержание, структура, свойства и функции РЦБ-услуги

В использовании идентификационно-структурного подхода существуют ограничения: он может применяться преимущественно для целен регулирования деятельности профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг: не позволяет определить количественные параметры показателей механизма регулирования.

Рассмотрим параметры, по которым следует идентифицировать РЦБ-услугу. Принципы, на основе которых базируется РЦБ-услуга, включают принцип права на частную собственность, принцип перераспределения рисков, принцип разделения труда, принцип профессиональной компетенции; принцип регулируемости, принцип раскрытия информации. Представляется, что принципы РЦВ-услуги вытекают из принципов, на которых основан обмен активами на рынке ценных бумаг. Разделяя точку зрения Дж. Коммонеа [339, p. 58]. Р.И. Капелюшникова [288], Я.И. Кузьминова [149] на то, что трансакция связывает право, экономику и этику и содержит в себе принципы конфликта, взаимной зависимости и порядка, отметим, что обмен активами в отношениях типа «эмитент-инвестор» и «инвестор-инвестор» отвечает признакам трансакции на рынке ценных бумаг.

Принцип права на частную собственность является аксиомой ;сля рыночной экономики. Как принцип РЦБ-услуги он тесно связан с принципом конфликта. Под принципом конфликта следует понимать отсутствие согла ежду участниками обмена активами вследствие ограниченности ресурсов, которые перераспределяются в экономике при помощи ценных бумаг. Субъекты обмена активами, вступая в экономические отношения, стремятся занять позицию, противоположную по отношению интересам другой стороны. Этот принцип лежит и в основе самой РЦБ-услуги, поскольку она призвана стать формой разрешения противоречий между основнылш субъекгами рынка ценных бумаг. Принцип конфликта находится во взаимосвязи с принципом частной собственности: право инвестора на ценные бумаги должно быть четко специфицировано, иначе обмен активами лишен экономического смысла. Следует согласиться с О.В. Саввиной, которая отмечает, что четкое представление субъектами рынка своим "прав по распоряжению собственностью, является одним из основных условии функционирования финансового рынка взаимной зависимости трактуется в экономической литературе как возможность «повышения благосостояния посредством взаимодействия» [136, С, 55], Этот принцип является одним из исходных пунктов природы РЦВ-услуг: в результате получения РЦБ-услуг услугополучатели перераспределяют риски и получают доходы от обмена активами, а услугодатели получают доходы от предоставления РЦБ-услуг. Представляется, что непосредственно из этого принципа вытекает принцип перераспределения рисков.

Принцип порядка отражает такие взаимоотношения между участниками рынка цепных бумаг, при которых определяется «не только суммарный выигрыш, по и его распределение между заинтересованными сторонами» [Ї36, с, 55]. Этот принцип дополняется принципом регулируемости, поскольку РЦБ-услуги связаны с перераспределением ограниченных денежных ресурсов в условиях неопределенности, требующих спецификации прав собственности, что в свою очередь вызывает необходимость в гарантиях и защите прав услугополучателей РЦБ-услуг и других участников рынка ценных бумаг. На наш взгляд, следствием принципа порядка выступает принцип раскрытия информации, под которым автор понимает доступность, объективния информации заинтересоваїшьш лицам при соблюдении оптимального баланса между информационной открытостью и коммерческой тайной экономических субъектов.

Принцип разделения труда и принцип профессиональной компетенции лежат в основе определения видов деятельности на рынке ценных бумаг. На наш взгляд из этого принципа вытекает обособление услуг, обслуживаю тих перераспределение денежных ресурсов и экономике от других вилов услуг, и служит основанием для определения видов деятельности на рынке ценных бумаг. Кроме того, наличие отношений вертикального и горизонтального типа предопределяет разделение труда в области оказании услуг на первичном и вторичном рынке ценных бумаг. Этот принцип лежит н основе специализации РЦЬ-услуг, обусловленных разными характеристиками ценной бумаги и этапами трансакций (сделок) с цепными бумагами.

Представляется, что необходим ым условием формирования РЦЬ-услуги является, возможность снижения трансакционных издержек эмитентов и инвесторов в процессе обмена активами с помощью ценных бумаг с целью достижения их финансовых и инвестиционных целей. Взаимоотношения типа «эмитент-инвестор», как и взаимоотношения типа «инвестор-инвестор» в процессе обмена активами на рынке ценных бумаг сопровождаются возникновением трансакдиоинык издержек, которые, по образному выражению представителей неоинституцнонализма, являются «эквивалентом триния в механических системах» [227, с. 53]. Под трансаьционными издержками понимаются затраты, возникающие при обмене активами с использованием ценных бумаг. Обзор точек зрения на состав трансакщюнных издержек представлен в приложении 3,

## Методика идентификации и регулирования РЦБ-услуг на основе структуркого подхода

Кроме того, в эту группу следует включать внутренние нормативные документы, обеспечивающие жизнедеятельность профессионального субъекта: общие (устав, положения об отделах, положение об учетной полигике, положение о распределении прибыли, положение о премировании персонала, должностные инструкции); и специальные (положение о внутреннем учете, положение о внутреннем контроле, положение о специальном внутреннем контроле, бизнес-план профессиональной деятельности, наложение о мерах по снижению рисков, положение по разрешению конфликта интересов; регламенты профессиональных процессов, образцы документов и договоров и группу «Процессы» следует включить показатели, характеризующие профессионального субъекта с точки, зрения управления его экономической деятельностью: - плановые и отчетные экономические показатели, характеризующие основную деятельность (выручка; себестоимость, налоговые и страховые платежи, и т.д.); - показатели платежеспособности н финансовой устойчивости; - показатели численности персонала и оплаты труда и т,д, Обычно эти показатели относятся к коммерческое тайне или частично раскрывают в соответствии с требованиями законодательства. ТС группе «Рынки» следует относить: - виды РЦБ-услуг, предоставляемых профессиональными субьекталаї рынка ценных бумаг; показатели стоимости РЦБ-услуг; участие в страховых схемах, в рамхах профессиональной деятельно стя; - показатели монополизация рынка (доля оборота услуг на федераль ном или региональном рынке ценных бумаг), показатели концентрации рын ка услуг по регионам и федеральным округам. Данная группа позволяет оценить профессионального участника с точки зрения его позиционирований ыа рынке РЦБ-услуг, определить его место по отношению к конкурентам н перспективы повышения конкурентоспособности. Группа «Институты» содержит такие показатели, как: - членство в саморегулируемых организациях; - количество и частота проверок со стороны государства и саморегулируемых организаций; - количество н частота выявленных нарушении при проверках- частота и размер санкций; - количество предъявленных исков в суды по инициативе общественных организаций »о поводу некачественного предоставления РЦС-услуг. Указанные показатели отражают взаимодействие профессионального субъекта с органами государственного регулирования услуг, саморегулирования ц общественными организациями. В совокупности мониторинг данных показателей позволяет комплексно оценить деятельность профессионального субъекта рынка ценных бумаг. В российской практике среди услугодателей РЦБ-услуг законодательством определены профессиональные участники, осуществляющие один или несколько видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также участники, не отнесенные к ним (непрофессиональные участники). Профессиональной деятельностью, подлежащей государственному регулированию в Российской Федерации, считаются: брокерская деятель ность} дилерская деятельность; деятельность ло управлению ценными бумагами; депозитарная деятельность; деятельность по ведению реестров владельцев ценных бумаг; деятельность по организации торговли ценными бумагами; инговая деятельность. Об изменении количественного состава профессиональных участников можно судить по количеству выданных лицензий (в таблице 19), Как показывают данные, динамика отдельных віщов деятельности раз-нонаправлена; происходит существенное укрупнение деятельности рогистраOpOHj тогда как количество субъектов, осуществиягашш; нспрофессиональ-ные виды деятельности, растет. Это объясняется ужесточением требований, предъявляемыitf к профессиональным участникам со стороны государства, и быстрыми темпами развития сегмента коллективных инвестиций. Необходимо отметить, что согласна проведенному Федеральной антимонопольной службой России специальному обследованию рынка финансовых услуг з ряде федеральных округов, рынок. РЦБ-услуг является высококонценгрирован-иым: на территории Центрального федерального округа зарегистрировано 90% профессиональных участников рынка ценных бумаг и 75% управляющих компаний14. При этом в 2004 г. в 21 субъекте Российской Федерации вообще не оказывалось депозитарных услуг15. Показатели использующиеся при оценке взаимодействия профессиональных субъектов рынка ценных бумаг и регулирующих органов представлены в таблице 20.

## Механизм регулирования РЦБ-услуг и деятельности профессиональных субъектов рынка ценных

Регулирующий компонент представлен государственный регулятором и саморегулируемыми организациями. Государственный регулятор -Федеральная служба по финансовым рынкам охватывает регулированием пока не все сегменты отечественного рынка ценных бумаг. Поэтому для гармонизации внутреннего законодательства Российской Федерации следует сконцентрировать государственное регулирование в едином центре, а также унифицировать характеристики корпоративных эмиссионных ценных бумаг и характеристики государственных и муниципальных эмиссионных ценных бумаг в части возможных форм су шествования. Противоречие существует в отношении понимания документарной форы выпуска ценных бумаг: для корпоративных облигации документарной формой считается выпуск в форме сертификата облигации, тогда как для государственных и муниципальных ценных бумаг сертификаты не предусмотрены: они выпускаются как облигации. Между тем, документарные государственные облигации с обязательным централизованным хранением по аналогии с корпоративными облигациями оформляются единым глобальным сертификатом на весь выпуск. Кроме того, по именным государственным и муниципальным ценным бумагам не ведется реестр владельцев. Несмотря на то. что большая часть государственных ценных бумаг выпускается с обязательным централизованным хранением и обращается посредством изменения записей на счетах-депо, считаем, что для концентрации полномочий по регулированию всех сегментов рынка ценных бумаг в ФСФР и унификации элементов характеристики эмиссионных ценных бумаг необходимо внесение изменений в Закон № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращении государственных и муниципальных ценных бумаг», касающихся формы выпуска государственных и муниципальных ценных бумаг. Концентрация государственного регулирования в едином центре позволит повысить эффективность федеральных целевых программ, планируемых в соответствии с методом бюджетирования, ориентированного на результат. В этой связи представляется необходимым пересмотр количественных и качественных показателей деятельности ФСФР: прежде всего деятельность государственного регулятора должна оцениваться обществом по показателю «объем привлеченных средств эмитентами за счет эмиссии денных бумаг». Особо важными показателями должны являться показатели, отражающие нарушения прав собственности инвесторов, раскрытие информации всеми участниками рынка.

В 2009 Г. в Российской Федерации действует шесть признанных саморегулируемых организаций, объединяющих профессиональных субъектов рынка ценных бумаг по функциональному признаку. Кроме того, на рынке ценных бумаг практическую деятельность ведут такие объединения как АУ-BRP. Ассоциация саморегулируемых организаций по финансовому оздоровлению м инвестициям. С 2002 г. по 2004 г. действовал Клуб андеррайтеров при МФЛ, которым был разработан Стандарт деятельности по андеррайтингу н предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг36. Представляется, что в связи с изменением предмета регулирования возрастает значимость саморегулируемых организаций, поскольку им передаются полномочия по установленню норм и Требований относительно материально-технической базы, финансовых ресурсов (требований к минимальной достаточности собственных средств), информационного обеспечения, технологии предоставления РЦБ-услуг, и установления требований к квалификации персонала. В этом аспекте необходимо отметить усиление роли организаторов торговли и фондовых бирж как саморегулирусмых организаций и центрального депозитария. В Российской Федерации функции центрального депозитария, его место и роль являются предметом дискуссии. По-этому уместно сослаться на мировой опыт, в соответствии с которым услуги центрального депозитария не ограничиваются обслуживанием ценных бумаг (учет и хранение), а также включают клиринговые и расчетные услуги, услуги по кредитованию и управлению активами клиентов, информационные, , и том числе формирования отчетности и услуги по управлению рисками [152, с. 193-202, 260-267; 300, с. 12-17]. Представляется, что центральный депозитарий должен взять на себя роль саморегулируемой организации в отношении всех остальных депозитариев.

В целях реализации предлагаемой модели и механизма регулирования рынка ценных бумаг на основе идентификационно-структурного подхода рекомендуется: - Государственной Думе Российской Федерации внести дополнения в Закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» для подтверждения статуса фондовых бирж как саморегулируемых организаций, а ФСРС включить фондовые биржи и организаторов торговли в список признаваемых СРО; - ФСФР ускорить процесс организации центрального депозитария с наделением его статуса саморегулируемой организации; - ФСФР инициировать процесс создания СРО по видам деятельности, до сих пор не подлежащих регулированию в форме лицензирования; - действующим СРО рассмотреть вопрос о расширении своей деятельности на те категории РЦБ-услуг и виды деятельности, которые пока не подпадают под саморегулирование; - членство в одной из СРО должно быть обязательным для профессионального субъекта рынка ценных бумаг. Указанные меры, не нарушая целостности сложившейся институциональной структуры рынка ценных бумаг и самостоятельности отдельных участников, будут способствовать охвату саморегулированием всех профессиональных субъектов рынка ценных бумаг. Регулируемый компонент: согласно иденшфикационно-структурному одходу предметом регулирования выступает РЦБ-услуга, объектами регулирования - профессиональные субъекты, предлагающие и оказывающие ЦБ-услуги. При этом объект регулирования ранжируется. Профессиональные субъекты, оказывающие имманентные РЦБ-услуги (регистрационные и етные, обеспечивающие спецификацию прав собственности на бездокументарныс ценные бумаги), информационные услуги (уменьшающие метричность информации на рынке ценных бумаг) непосредственно вые пают объектом государственного регулирования. Кроме того, государство определяет условия деятельности профессиональных субъектов для снижения рисков, связанных с ценными бумагами.