Золотарев Павел Валерьевич. Формирование торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры на российском рынке ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2001 160 c. РГБ ОД, 61:02-8/2017-3

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА И ТЕНДЕНЦИИ ЕЕ РАЗВИТИЯ

1.1. Сущность инфраструктуры фондового рынка и ее роль в экономике 10

1.2. Функции элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг ..18

1.3. Основные направления развития инфраструктуры фондового рынка 31

ГЛАВА 2. СТАНОВЛЕНИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА 48

2.1. Этапы формирования инфраструктуры российского фондового рынка 49

2.2. Особенности взаимодействия элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг в российской практике 63

2.3. Специфика услуг торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры на фондовом рынке России 86

ГЛАВА 3. НАПРАВЛЕНИЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА 98

3.1. Реорганизация структуры торговых, расчетных и депозитарных компаний 98

3.2. Механизм функционирования центрального расчетного депозитария 107

3.3. Методы управления расчетными и операционными рисками в российской практике 117

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 128

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 132

ПРИЛОЖЕНИЯ 145

**Введение к работе**

Роль инфраструктуры в процессе развития фондового рынка России постоянно возрастает, так как увеличиваются требования инвесторов к точности и своевременности осуществления расчетов при заключении сделок с ценными бумагами, проведению операций по фиксации прав собственности, а также хранению ценных бумаг. Однако расширение спектра услуг, оказываемых организациями инфраструктуры, усложнение используемых технологий увеличивает вероятность возникновения нештатных ситуаций в процессе исполнения сделок.

Поэтому при разработке мероприятий по совершенствованию торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры российского фондового рынка необходимо определить оптимальный спектр услуг в совокупности с адекватными процедурами управления рисками при осуществлении сделок с ценными бумагами.

Российский фондовый рынок может стать привлекательным для инвесторов только при тесном взаимодействии всех элементов инфраструктуры, с учетом интересов российских и иностранных участников в рамках действующего законодательства, и должен включать механизмы защиты прав инвесторов.

Создание целостной и эффективной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг было затруднено из-за отсутствия единой концепции развития, несогласованности в управлении со стороны государственных ведомств, недостаточно сформированной законодательной базы. Это привело к тому, что отдельные сектора рынка, элементы инфраструктуры развивались неравномерно. В результате в России сложилась децентрализованная модель инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Для изучения перспектив развития российского рынка ценных бумаг в условиях постоянно изменяющейся конъюнктуры и мировых хозяйственно-

экономических связей необходим всесторонний анализ становления элементов инфраструктуры фондового рынка, совершенствования механизма исполнения сделок, что обусловило выбор темы и направление исследования.

**Степень разработанности проблемы.**В зарубежной экономической литературе теоретические аспекты формирования инфраструктуры рынка отражены в работах X. Зингера, П. Самуэльсона (значение инфраструктуры для развития рыночной экономики), КоузаР., УильямсонаО. (роль трансакционных издержек в экономике). Проблемы становления российской и мировой инфраструктуры рассматриваются в работах Миркина Я. М., Рубцова Б. Б., Сизова Ю. С, ТарачеваВ.А. (биржевые и внебиржевые торговые системы), Абрамова А. А., Агеева А. В., Аксеновой Г. В., Овчинникова В. В., ЛауфераМ. А., Черкасского Б. В. (анализ развития депозитарной деятельности на зарубежных фондовых рынках и внедрение перспективных технологий в российскую практику), Алексеева М. Ю., Петрова В. П., Соловьева Д. В., ТомляновичаС. А. (кастодиальные операции российских банков). Совершенствование регистраторской и расчетной инфраструктуры, определение стандартов их деятельности отражены в публикациях Жинкина А. Ю., Калинина М. В., Ланскова П. Н.

Анализ публикаций свидетельствует о том, что в них исследованы функции отдельных институтов инфраструктуры рынка, предложены рекомендации по совершенствованию стандартов и определенных технологий. В то же время перспективам развития торговых и расчетно-депозитарных систем с учетом динамично развивающихся процессов глобализации мировых рынков ценных бумаг, проблемам взаимодействия элементов инфраструктуры российского фондового рынка, вопросам развития приоритетных услуг, выработке методов управления расчетными и операционными рисками уделено недостаточное внимание. Для повышения эффективности и упорядочения деятельности системообразующих

инфраструктурных организаций необходимо разработать комплекс мероприятий по совершенствованию существующих механизмов их взаимодействия.

**Цели и задачи исследования**

Цель исследования состоит в разработке комплекса теоретических положений и практических рекомендаций по совершенствованию торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг.

Для достижения цели исследования поставлены следующие задачи:

на основе анализа исследований в области теории и методологии выделить функции инфраструктуры фондового рынка и роль ее элементов в развитии переходной экономики России;

выявить основные тенденции развития инфраструктуры зарубежных рынков ценных бумаг с целью использования этого опыта в российской практике;

определить особенности взаимодействия элементов инфраструктуры российского фондового рынка;

обосновать предложения по совершенствованию торговых и кастодиальных услуг организаций инфраструктуры фондового рынка в целях стимулирования активности инвесторов;

разработать комплекс научных, методологических положений и практических рекомендаций по изменению структуры расчетно-депозитарных организаций;

обосновать методы управления рисками в деятельности инфраструктурных организаций фондового рынка.

**Объектом диссертационного исследования**является торговая и расчетно-депозитарная инфраструктура фондового рынка России.

**Предметом диссертационного исследования**выступает деятельность системообразующих элементов инфраструктуры российского рынка ценных бумаг (торговые и расчетно-депозитарные организации).

**Теоретической и методологической основой**диссертационного исследования послужили труды зарубежных и отечественных ученых по проблеме формирования инфраструктуры фондового рынка и оптимизации ее работы, а также публикации по вопросам деятельности фондовых бирж, депозитариев, расчетных палат. Основной акцент ставился на изучении опыта стран с развитым фондовым рынком и становлении реальных рыночных отношений в процессе проведения российских экономических реформ в 1991-2001 гг. Работа выполнена в соответствии с пунктами 4.2 - 4.3 паспорта специальности «Финансы, денежное обращение и кредит».

При разработке и решении поставленных задач применялись общенаучные методы познания: системный подход, анализ и синтез, группировки, логический анализ теоретического и практического материала, обобщения.

**Информационной**базой диссертационного исследования послужили официальные статистические материалы; обзорные, справочные и нормативные данные Банка международных расчетов, Ассоциации профессионалов риск-менеджмента, Европейского центрального банка, Ассоциации европейских центральных депозитариев, Международной федерации фондовых бирж и др. При проведении исследования использовались отчеты по результатам торгов, публикуемые Некоммерческим партнерством «Фондовая биржа РТС» (РТС), Фондовой секцией Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр», Некоммерческим партнерством «Депозитарно-клиринговая компания», информационным агентством АК&М, а также материалы научных и научно-практических конференций и семинаров.

**Научная новизна**исследования состоит в решении научной задачи модернизации торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры

российского рынка ценных бумаг. Элементы новизны содержатся в следующем:

1. На основе анализа и систематизации теоретических исследований инфраструктуры фондового рынка обобщены представления о ее функциях и роли элементов в условиях переходной экономики.
2. Выявлены тенденции развития инфраструктуры зарубежных фондовых рынков и их влияние на формирование рынка ценных бумаг в России.
3. Предложена классификация этапов становления элементов инфраструктуры российского рынка ценных бумаг и выявлены особенности взаимодействия этих организаций.
4. Научно обоснован комплекс мероприятий по реорганизации деятельности клиентских и расчетных депозитариев путем разграничения их функций, уточнен перечень услуг, предоставляемый данными организациями.
5. Разработана модель функционирования центрального расчетного депозитария, обоснованы выдвинутые в диссертации предложения по организации клиринга путем использования на внебиржевом рынке схемы расчетов на валовой основе по принципу «поставка против платежа».
6. Адаптированы механизмы управления расчетными и операционными рисками, используемые в зарубежной практике, для внедрения в деятельность российских организаций инфраструктуры.

**Практическая значимость работы**Основные положения, выводы диссертационного исследования ориентированы на использование специалистами в области рынка ценных бумаг.

Торговые системы, депозитарии могут использовать рекомендации, диссертации по управлению рисками, дополняя существующие технологии и повышая тем самым надежность исполнения сделок

В диссертационном исследовании выдвинуты рекомендации по совершенствованию персонифицированных услуг, что позволит клиентским депозитариям спектр используемых операций, определить целевые группы, тем самым получив возможность эффективно конкурировать с глобальными касто дианами.

ФКЦБ России и Банк России могут учесть полученные в данной работе выводы при проведении исследований отечественного фондового рынка, при разработке законодательных и нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг.

На основе аналитического и фактического материала диссертационного исследования возможна подготовка методической литературы для учебного процесса по разделу модификации инфраструктуры рынка ценных бумаг в России.

**Апробация работы:**научное исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации в соответствии с Единым заказ-нарядом (грантом) на тему: «Проблемы перехода России к рынку» (проект № 1.1.96Ф).

Основные положения диссертационного исследования используются в

работе кафедры ценных бумаг Финансовой Академии при Правительстве Российской Федерации, а также применяются в практической деятельности АКБ «Автобанк», АКБ «Росбанк».

Материалы диссертации используются в преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», «Рынки ценных бумаг зарубежных стран», «Моделирование на рынке ценных бумаг» в Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Рекомендации диссертанта используются при консультировании инвесторов АКБ «Автобанк» в вопросах взаимодействия с клиентскими депозитариями и торговой системой, в операциях кредитования, связанных с

куплей/продажей ценных бумаг, в исполнении корпоративных действий эмитентов при взаимодействии банка с реестродержателями.

Результатом внедрения рекомендаций диссертации в Депозитарии АКБ «Росбанк» стала модернизация методики кредитования под залог ценных бумаг, находящихся в клиентском депозитарии, доработка методических и инструктивных материалов. Предложенные в исследовании модели расчетов используются при конструировании программ исполнения сделок на внебиржевом рынке на основе принципа «поставка против платежа».

**Публикации:**Результаты исследования и выводы опубликованы в четырех работах автора общим объемом 1,7 п.л. Публикации без соавторства.

Структура работы: Объем диссертации составляет 165 стр. Диссертация состоит из трех глав. В первой главе подробно рассматривается сущность и составные части инфраструктуры фондового рынка, во второй анализируется практика функционирования организаций российской инфраструктуры и обосновывается необходимость реорганизации отдельных ее элементов, в третьей предлагается комплекс мероприятий по модернизации инфраструктуры фондового рынка России.

## Сущность инфраструктуры фондового рынка и ее роль в экономике

В условиях становления рыночных отношений в России изучение теории и практики функционирования инфраструктуры рынка приобретает особую общественную значимость.

На макроуровне рыночная инфраструктура обеспечивает поддержание оптимального режима воспроизводства и сбалансированного развития отдельных рынков. Появление инфраструктуры фондового рынка - еще один шаг в разделении и специализации общественного производства. С этой точки зрения развитая и разветвленная инфраструктура рынка ценных бумаг снижает уровень затрат в экономической системе. Инфраструктура способствует устойчивому развитию рыночных отношений, определяя направления и темпы экономических преобразований.

Экономическая литература последних лет характеризуется различными толкованиями, определениями и точками зрения на сущность, роль и место инфраструктуры фондового рынка в системе национального хозяйствования.

Ряд исследователей за отправную точку понятия инфраструктуры принимают данную К. Марксом во втором томе «Капитала» [72], где он раскрывает понятие торгового посредника как лица, снижающего издержки обращения и тем самым увеличивающего эффективность товарного производства: «...возможно, что купец (рассматриваемый здесь просто как агент превращения формы товаров, только как покупатель и продавец) посредством своих операций сокращает для многих производителей то время, которое они затрачивали на куплю и продажу.

В таком случае его можно рассматривать как машину, уменьшающую бесполезную затрату силы или помогающую высвободить время для производства. Он работает так же, как всякий другой, но содержание его труда таково, что он не создает ни стоимости, ни продукта. Он приносит пользу тем, что благодаря его деятельности менее значительная часть рабочей силы и рабочего времени общества затрачивается на эту непроизводительную функцию».

И далее Маркс обобщает «..при всех обстоятельствах время, затрачиваемое на куплю и продажу, является издержками обращения, ничего не прибавляющими к совершающим свое превращение стоимостям. Это-издержки, необходимые для того, чтобы превратить стоимости из товарной формы в денежную форму. Итак, существование капитала в форме товарного капитала и, следовательно, в качестве товарного запаса, вызывает издержки, которые считаются издержками обращения, так как они не принадлежат к сфере производства».

Инфраструктура посредством своей деятельности сокращает для участников рынка время совершения операций и издержки с ними связанные, то есть издержки обращения, тем самым освобождая ресурсы участников рынка для более эффективной работы.

В последующем это определило и конкретную экономическую область исследования инфраструктуры западными экономистами-теоретиками, как концепцию издержек, связанных с проведением трансакций в рамках общих условий развития общественного производства, имеющих цель создания благоприятных предпосылок для развития частного капитала.

## Этапы формирования инфраструктуры российского фондового рынка

Первые шаги по формированию современной инфраструктуры рынка ценных бумаг в России были предприняты в начале 1991 г, вслед за принятием Постановления СМ СССР "Об утверждении Положения об акционерных обществах" [4]. В этот период начали создаваться открытые акционерные общества, выпустившие свои акции в открытую продажу. Административные рычаги уже не могли обеспечивать должного перераспределения ресурсов. Это стало причиной возникновения многочисленных центров торговли товарами массового спроса, которые стали использовать в своем наименовании понятие биржа, тем самым открыв первый этап развития инфраструктурных организаций.

Первый этап. Биржи создавались в форме акционерных обществ. Из-за отсутствия регламентирующих документов о порядке проведения эмиссий они стали активно использовать продажу акций, а также брокерских мест. В рамках товарных бирж были созданы специализированные фондовые отделы, осуществлявшие сделки с ценными бумагами. Количество и объемы сделок быстро росли: в сентябре 1990 г. стоимость номинала акции Российской товарно-сырьевой биржи составляли 100 000 руб., в апреле 1991г. поднялась до 4 500 000 руб., а в октябре 1991 г. достигла 10 млн. руб. [73]

К середине 1991 г. номенклатуру торгуемых инструментов пополнили акции коммерческих банков, тем самым увеличив ликвидность фондового рынка. Фондовые отделы товарных рынков стали превращаться в самостоятельные организации, появились фондовые биржи: Московская центральная, Московская международная, Российская фондовая, «Эстра», «Авекс» и пр. Полноценными биржевыми структурами эти организации назвать было нельзя. Они выполняли функцию «места встречи» продавцов и покупателей, так как отсутствовал блок депозитарных и клиринговых операций. [35]

К началу 1992 ликвидность рынка снизилась, стоимость биржевых акций упала на 50-70%. Некоторые из них начали предлагаться для продажи по ценам ниже номинала, но все равно не находили покупателей. Именно в это время началось вытеснение биржевого рынка внебиржевым и изменение самой структуры рынка, где участники, в основном банки, уже без помощи бирж стали проводить операции. В 1991-92гг. ряд банков выступил с инициативой создания организаций по урегулированию расчетов на внутреннем рынке. На основе некоторых из них предполагалось создать сеть депозитариев. Однако в связи с низкой капитализацией (менее 0,5 млн. долл.) иностранные инвесторы отказывались принимать участие в создании и дальнейшем использовании данной сети. Большинство российских банков также не было заинтересовано на тот момент в специализированных услугах по обеспечению исполнения сделок. Только после образования собственных финансово-промышленных групп, приобретая пакеты акций приватизированных предприятий, банки стали проявлять интерес к созданию инфраструктуры.

Второй этап. Процесс разгосударствления и приватизации положил начало второму этапу преобразований в сфере инфраструктуры рынка ценных бумаг. Точкой отсчета стал Указ Президента [6] "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества". Приватизация относится к числу важнейших направлений рыночных реформ 90-х гг. в России. Она послужила основой для создания и развития рынка ценных бумаг предприятий различных отраслей промышленности страны, а не только финансового сектора.

## Реорганизация структуры торговых, расчетных и депозитарных компаний

Становление инфраструктуры российского фондового рынка проходит в сложных экономических условиях, негативно влияющих на инвестиционный климат. Привлекательность рынка для внутренних и внешних инвесторов напрямую связана с совершенствованием организационных структур торговых и расчетно-депозитарных систем.

Как показывает опыт развития зарубежных инфраструктурных организаций, национальные депозитарии оказываются под сильнейшим давлением глобальных кастодианов, которые, появившись в стране недавно, постепенно вытесняют первых с рынка путем предоставления инвесторам широкого спектра кастодиальных услуг. До последнего времени иностранные кастодианы не проявляли интереса к российскому рынку в силу его относительно небольших объемов. Однако изменение конъюнктуры на мировых рынках, увеличение количества зарубежных инвесторов обуславливают повышение интереса кастодианов и к фондовому рынку России.

Российские депозитарные организации только разрабатывают программы кастодиального обслуживания участников фондового рынка. В то же время и расчетные депозитарии начинают предлагать услуги, направленные на индивидуализацию работы с клиентами, расширение функций менеджеров и развитие новых форм взаимодействия менеджера и депонента, а также укрепление обратной связи во взаимоотношениях «клиент - менеджер» путем проведения опросов и анкетирования депонентов на регулярной основе, разработки процедуры реагирования на запросы депонентов [66]. Таким образом, операции расчетных депозитариев начинают пересекаться с функциями клиентских, изначально ориентированных на персональную работу с инвесторами.

Начинается новый этап конкурентной борьбы между двумя видами депозитариев. Расчетные депозитарии торговых систем в настоящее время являются крупнейшими организациями на фондовом рынке, сосредоточив у себя на хранении существенную часть ценных бумаг. Однако они ограничены в возможности повышать тарифы из соображений ценовой конкуренции торговых систем в целом. Решающим фактором в данном случае является политика торговой системы, а не тарифная и технологическая политика самого депозитария.

В результате расчетные депозитарии имеют возможность проводить агрессивную ценовую политику в отношении платы за хранение ценных бумаг, оказания сопутствующих услуг, которые ранее были приоритетными для клиентских депозитариев банков и инвестиционных компаний. Российские клиентские депозитарии в ходе конкурентной борьбы для сохранения своих позиций вынуждены уменьшать тарифы, ориентируясь на расчетные депозитарии. В результате снижается качество индивидуальных услуг, возрастает число ошибок, приводящих к реализации рисков, деятельность клиентских депозитариев становится нерентабельной и приводит к вытеснению их с рынка.