Миллер Надежда Рейнгольдовна. Совершенствование учетной системы рынка ценных бумаг : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Новосибирск, 2007 165 с. РГБ ОД, 61:07-8/2747

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Роль учетной системы на рынке ценных бумаг 10

1.1. Дуализм учетной системы рынка ценных бумаг 10

1.2. Генезис учетной системы российского рынка ценных бумаг 27

1.3. Анализ современного состояния и направлений развития учетной системы рынка ценных бумаг в России 49

Глава 2. Методические аспекты совершенствования учетной системы рынка ценных бумаг

2.1. Формирование и функционирование учетных систем рынка ценных бумаг за рубежом 65

2.2. Методический подход к совершенствованию учетной системы рынка ценных бумаг 82

2.3. Методические вопросы совершенствования отношений регистратора с зарегистрированными лицами 94

Глава 3. Совершенствование деятельности регистраторов как элементов учетной системы 113

3.1. Особенности построения филиальных сетей регистраторов 113

3.2. Переход регистраторов от филиальных сетей к единой системе сбора и передачи информации о зарегистрированных лицах

(ЕСВР) 127

Заключение 147

Список литературы 150

Приложения 162

**Введение к работе**

Учетная система на рынке ценных бумаг является единственным легитимным механизмом фиксации прав собственности на бездокументарные ценные бумаги. Эта особая функция, делегированная государством частным компаниям, не имеет аналогов в других сферах деятельности. 02 февраля

2007 года, на пресс-конференции, президент РФ В.В.Путин заявил, что  
капитализация российского рынка акций приблизилась к 1 трлн. долл. и  
увеличилась в 2006г более чем на 80%». Объем рынка корпоративных  
облигаций на конец февраля 2007 года по данным ИА «Cbonds», достиг 0,94  
трлн.рублей, увеличившись за год почти на 75%. Рост капитализации рынка  
акций российских компаний, увеличение рынка корпоративных облигаций,  
повышает требования к учетной системе по подтверждению прав инвесторов  
на ценные бумаги.

В принятой Правительством Российской Федерации 1 июня 2006 года «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006 -

2008 годы» указывается, что в настоящее время имеет место «...отставание в  
развитии российской инфраструктуры финансового рынка», и что  
российский рынок акций использует «...нестандартную учетную систему,  
несущую в себе элементы нерыночного риска, связанного с учетом прав  
собственности на ценные бумаги». В числе задач развития финансового  
рынка в 2006 - 2008 годах называется «обеспечение существенного снижения  
на финансовом рынке транзакционных издержек привлечения капитала  
путем развития конкурентоспособных институтов инфраструктуры  
фондового рынка» и «обеспечение снижения уровня нерыночного  
инвестиционного риска на финансовом рынке путем обеспечения защиты  
прав и законных интересов инвесторов». Одним из главных направлений  
государственной политики по развитию финансового рынка в среднесрочной  
перспективе называется «...создание необходимых предпосылок для

**5**формирования конкурентоспособных институтов финансового рынка», предполагающее в числе прочего «...совершенствование учетно-расчетной инфраструктуры фондового рынка, внедрение новых технологий».

Постоянно совершенствуясь в жесткой конкурентной среде, реформируясь под воздействием все повышающихся требований регулятора, тем не менее, учетная система рынка ценных бумаг нуждается в серьезных преобразованиях в связи со значительным числом проблем, накопленных за время ее существования.

Учетная система на рынке ценных бумаг в настоящее время переживает этап очередной трансформации. Появление в ближайшее время нового элемента учетной системы - Центрального депозитария приведет к серьезному изменению функций существующих элементов этой системы и может внести дисбаланс в ее функционирование. Вместе с тем, надежная, независимая и прозрачная учетная система является необходимым условием существования развитого фондового рынка. Учетная система должна быть организована таким образом, чтобы обеспечивать высокую скорость расчетов, интеграцию с международными системами, а также сокращение системного риска.

Для повышения эффективности функционирования учетной системы требуется соответствующая методическая основа. Существующие в настоящее время технологии учета прав собственности на ценные бумаги в большинстве своем, связаны с учетом в рамках конкретного института, и реже со взаимодействием элементов учетной системы при учете прав собственности на ценные бумаги. В этой связи, разработка технологий взаимодействия элементов учетной системы друг с другом, с эмитентами ценных бумаг и инвесторами, а также технологий совершения операций элементами учетной системы, является актуальным.

**Целью**настоящего исследования является разработка методического подхода к совершенствованию учетной системы рынка ценных бумаг.

Для реализации поставленной цели были решены следующие **задачи**исследования:

раскрыта роль учетной системы рынка ценных бумаг;

проанализирован генезис учетной системы рынка ценных бумаг;

проведен анализ действующих в мире моделей экономик и проверена гипотеза, что структура учетной системы зависит от модели экономики;

обоснован авторский подход к совершенствованию учетной системы рыка ценных бумаг;

разработаны методики, позволяющие усовершенствовать отношения регистраторов с зарегистрированными лицами;

проанализированы особенности построения филиальных сетей регистратора;

сделаны рекомендации по совершенствованию взаимодействия регистратора с зарегистрированными лицами.

**Объектом**исследования является учетная система рынка ценных бумаг Российской Федерации.

**Предмет**исследования - технологии и операции, используемые при учете прав собственности на ценные бумаги, а также при взаимодействии элементов учетной системы.

**Научная новизна**исследования состоит в:

обосновании роли учетной системы как элемента инфраструктуры рынка ценных бумаг, и как совокупности институтов по учету прав собственности на ценные бумаги, позволившее сформулировать две группы задач учетной системы для выработки направлений ее совершенствования;

разработке методики взаимодействия элементов учетной системы для организации процесса передачи информации от зарегистрированных лиц регистратору посредством единой системы сбора и передачи информации;

предложении новой услуги регистратора «Гарантированная поставка ценных бумаг», обеспечивающей выполнение принципа «поставка против платежа» при заключении сделок на внебиржевом рынке;

типологизации филиалов регистраторов, позволившей принципиально описать методику совершенствования филиальной сети регистратора.

**Теоретической основой**исследования является новая экономическая институциональная теория (неоинституционализм).

**Методологической основой**исследования является системный подход, заключающийся в рассмотрении учетной системы как элемента инфраструктуры рынка ценных бумаг и как совокупности институтов по учету прав собственности на ценные бумаги.

В исследовании использован принцип дедукции, выражающейся в использовании общих методов анализа для анализа роли и места учетной системы в инфраструктуре рынка ценных бумаг, и индукции для типологизации регистраторов в зависимости от некоторых параметров. Также в работе использованы такие методы научного познания как метод аналогий, сравнения, наблюдения, классификаций, статистические методы.

Работа соответствует пункту 4.3. «Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов» специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта номенклатуры специальностей научных работников (экономические науки).

Теоретические основы новой институциональной экономической теории содержатся в работах А.А. Аузана, Р. Коуза, Д. Норта, Р. Рихтера, В.Л. Тамбовцева, О.И. Уильямсона, Э.Г. Фуруботона, А.Е. Шаститко, Т. Эггертссона и других авторов.

Теоретические и методические основы деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг в целом и элементов учетной системы в частности содержатся в работах таких исследователей как

**8**П.М. Пансков, *ЯМ.*Миркин, B.C. Петров. Б.Б. Рубцов, Заметный вклад в рассмотрение вопросов деятельности институтов учетной системы внесли также А.А. Козлов, А.Ю. Жинкин, С.А.Томлянович, Б.В.Черкасский.

**Практическая значимость**исследования заключается в возможности использовать результаты работы:

органами государственного регулирования при совершенствовании  
учетной системы рынка ценных бумаг;

регистраторами и депозитариями при организации своей деятельности и взаимодействии с другими элементами учетной системы;

инвесторами при перерегистрации прав собственности на ценные бумаги;

преподавателями высших учебных заведений при обучении студентов по специальности 080105 «Финансы и кредит»;

аккредитованными Федеральной службой по финансовым рынкам организациями при подготовке и аттестации специалистов финансового рынка по квалификационным экзаменам 3-ей, 4-ой и 6-ой серий.

**Апробация работы.**Результаты исследования докладывались автором на научно-практических конференциях касающихся проблем построения и развития учетной системы рынка ценных бумаг, а также на методологическом семинаре аспирантов и соискателей кафедры «Управление финансовым рынком и оценочная деятельность» НГУЭУ.

**Внедрение результатов.**Результаты диссертационного исследования используются в деятельности регистратора ЗАО «Реестр А - Плюс», ОАО «Регистратор НИКойл», Профессиональной ассоциацией регистраторов трансфер-агентов и депозитариев, в учебном процессе, что подтверждается соответствующими справками.

По теме диссертационного исследования опубликовано 5 научных статей, общим объемом 3,77 п.л.

**9 Структура работы.**Работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы общим объемом 161 страницы машинописного текста без приложений. В работе содержится 33 таблицы, 25 рисунков. К работе имеется три приложения. Список использованной литературы составляет 146 источников.

## Дуализм учетной системы рынка ценных бумаг

Уже более пятнадцати лет, как в России начал формироваться рынок ценных бумаг. За этот время произошли значительные события в экономике, политике, социальной сфере, оказавшие свое влияние на рынок ценных бумаг. Этот рынок активно развивается и становится одним из ключевых сегментов финансового рынка страны.

На развитие любого рынка оказывает влияние множество факторов. Государство для активации того или иного сегмента рынка может воздействовать на определенные факторы, например, снимая некоторые ограничения, более четко регламентируя ту или иную деятельность и т.д. Ряд факторов зависит от влияния более глобальных воздействий, например мировые тенденции, кризисы и т.д. Направленное и сбалансированное воздействие на отдельные факторы благоприятно сказывается на развитии рынка ценных бумаг. Один из известнейших российских исследователей рынка ценных бумаг ЯМ. Миркин, детально изучив основные факторы, влияющие на рынок ценных бумаг, предложил классификацию, включающую две группы: факторы, действующие внутри страны и внешние факторы [52, С.75].

Среди факторов первой группы, выделенных ЯМ. Миркиным, в контексте данного исследования, наибольший интерес вызывают такие факторы как «принадлежность к развитым или формирующимся рынкам», «структура собственности» и «накопленные диспропорции и проблемы в организации рынка ценных бумаг». Во всех указанных трех факторах особое место занимает уровень развития учетной системы. По первому фактору: развитый или формирующийся рынок отличаются, кроме других характеристик, уровнем развития рыночной инфраструктуры, одним из элементов которой является учетная система. По второму фактору, «структура собственности»: ученая система является источником информации о собственниках акционерного капитала и единственным легитимным инструментом фиксации и перехода прав собственности на ценные бумаги. И, наконец, по третьему фактору: проблемы организации рынка ценных бумаг всегда, так или иначе, связаны с проблемой организации учетной системы.

Таким образом, совершенствование учетной системы есть не только и не столько узкая специализированная проблема, интересная для специалистов, в ней работающих, но и прямое воздействие на ключевые факторы, влияющие на развитие рынка ценных бумаг, являющегося составным элементом развитой рыночной экономики.

Рассмотрим более подробно само словосочетание «учетная система рынка ценных бумаг». В широкий оборот это словосочетание вошло во многом благодаря совместному Докладу Центрального банка РФ, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и Министерства финансов РФ от 01.07.1997 года «О концептуальных подходах к месту и роли депозитарной деятельности на современном рынке ценных бумаг» (далее -Доклад). В Докладе было предложено «для обобщения» таких институтов как «депозитарии, кастодианы, регистраторы, трансфер-агенты и проч.» (и их функций) «ввести условное понятие "Учетная система" с тем, чтобы в общем виде описать ее функции по отношению к другим составляющим рынка ценных бумаг и экономики, а затем - изучить ее состав и взаимоотношение элементов» [132, Глава II п.2].

Активное использование термина «учетная система» в профессиональной среде, вместе с тем не сделало этот термин основным среди исследователей. Так, например, уже упоминавшийся ранее ЯМ. Миркин использует термины «регистраторская сеть» и «депозитарная сеть». В то время как другой известный исследователь, П.М. Пансков, принимает данное в Докладе определение «учетной системы» прямо ссылаясь на Доклад в своей монографии [41, С. 141].

## Формирование и функционирование учетных систем рынка ценных бумаг за рубежом

В настоящее время в мире накоплен значительный опыт по организации учетных систем рынка ценных бумаг. В каждой конкретной стране учетная система имеет свои особенности, свои элементы, систему регулирования. Мировой опыт формирования и функционирования учетной системы является важным источником информации для нашего исследования.

Для четкого определения базовых направлений совершенствования учетной системы необходимо понимать не только цель такого совершенствования, но и возможные пути этого совершенствования.

Кроме анализа опыта функционирования учетной системы за рубежом, при выработке направлений совершенствования учетной системы России особый интерес вызывают также рекомендации международных экспертов (The Group 30, International Securities Services Association (ISSA) и другие группы экспертов) относительно развития учетной системы.

Пути совершенствования учетной системы в целях эффективного выполнения ей своих задач различны и зависят от существующей структуры учетной системы. В свою очередь структура учетной системы конкретной страны формируется под воздействием множества факторов. Соответственно, идентификация этих факторов, с последующим их сравнением с учетной системой рынка ценных бумаг в России, позволяет понять основные способы совершенствования этой системы.

Можно сформулировать следующую гипотезу: структура учетной системы конкретной страны зависит от модели экономики данной страны, следовательно, пути и способы совершенствования учетной системы отличаются в зависимости от модели экономики.

## Особенности построения филиальных сетей регистраторов

Совершенствование учетной системы рынка ценных бумаг затрагивает большой блок вопросов, связанных с взаимодействием отдельных элементов учетной системы как друг с другом, так и со своими контрагентами. В параграфе 2.3. настоящей работы предложена методика организации системы взаимоотношений регистратора с зарегистрированными лицами, в рамках направлений изменения системы взаимоотношений между элементами учетной системы и внешними контрагентами (эмитенты и инвесторы) блок 3.1. «Взаимоотношения инвесторов с регистраторами» (см. рисунок 2.2.3).

Базой внедрения данной методики, по нашему мнению, является анализ существующей системы сбора и передачи информации от зарегистрированных лиц регистраторам.

В настоящее время практически любой регистратор имеет собственную филиальную сеть, которая, помимо прочих задач, позволяет также обеспечивать прием информации от зарегистрированных лиц, находящихся в регионах, в которых расположены филиалы.

Для анализа структуры регистраторов по количеству филиалов, автор применил элементы кластерного анализа,. В качестве информационного массива, который был подвергнут анализу, использовалась та же база данных, что и для анализа регистраторов по количеству реестров, описанного в параграфе 1.3. настоящей работы, т.е. было проанализировано 56 регистраторов.

Применение элементов кластерного анализа позволило выделить четыре типологические группы регистраторов по количеству филиалов (таб. 3.1.1.).

1. Группа 1 «Регистраторы с разветвленной филиальной сетью» представлена тремя регистраторами: ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» (27 филиалов), ОАО «Реестр» (23 филиала) и ОАО «Центральный Московский депозитарий» (19 филиалов).

2. В группу 2 «Регистраторы с большой филиальной сетью» входит семнадцать регистраторов. При этом регистратор с самой большой по этой группе филиальной сетью ЗАО «НРК», имеет лишь 12 филиалов.

3. Группа 3 «Регистраторы со средней филиальной сетью» представлена восемнадцатью регистраторами.

4. В группу 4 «Регистраторы с практически отсутствующей филиальной сетью» входит, так же как и в предыдущую группу, восемнадцать регистраторов.

На рисунке 3.1.2. представлена диаграмма, иллюстрирующая соотношение среднего количества филиалов у регистраторов разных групп и общее количество филиалов регистраторов конкретной группы.

Анализируя количество филиалов российских регистраторов, автор пришел к следующим выводам:

1. Три крупнейших регистратора в совокупности обладают 69 филиалами, что составляет 20% от общего количества филиалов российских регистраторов.

2. Восемнадцать регистраторов с практически отсутствующей филиальной сетью (от 3 до 0 филиалов), тем не менее, в совокупности имеют 38 филиалов, в среднем по 2 филиала на каждый регистратор группы.

3. В отдельно взятых регионах представлено сразу несколько регистраторов (лидером здесь является Москва), в то время как существуют регионы, в которых нет ни одного регистратора или его филиала.

4. Общее количество филиалов российских регистраторов (328) почти в четыре раза больше субъектов федерации в Российской Федерации.