Сидорова Анастасия Игоревна. Посредническая деятельность на рынке ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 1999 154 с. РГБ ОД, 61:99-8/580-3

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы посредничества на рынке ценных бумаг

1.1. Сущность посреднической деятельности на рынке ценных бумаг и отдельных его сегментах 7

1.2. Основные категории посредников на рынке ценных бумаг 27

1.3. Совершенствование государственного регулирования посреднической деятельности на российском рынке ценных бумаг 44

Глава 2. Аналитический обзор посредничества на рынке ценных бумаг

2.1. Эволюция посредничества на российском рынке ценных бумаг до 1918 года 58

2.2. Современное состояние фондового посредничества в России 65

2.3. Международный опыт посредничества на развитых рынках ценных бумаг 80

Глава 3. Основные направления развития посреднической деятельности в России

3.1. Тенденции развития посреднической деятельности на современном рынке ценных бумаг 101

3.2. Основные вопросы организации и принципы деятельности российских компаний, осуществляющих посредническую деятельность 121

Заключение 131

Библиографический список использованной литературы 139

Приложения

**Введение к работе**

В конце 80-х Россия взяла курс на рыночную экономику. За довольно непродолжительное время развились новые для России сферы экономики: банковская деятельность, рынок ценных бумаг, а также посредничество во всех финансовых и хозяйственных сферах, в том числе на рынке ценных бумаг.

Посреднические операции позволяют привлекать для выполнения работ (оказания услуг) организации, обладающие наибольшим опытом и компетентностью в своей области, знающие специфику региональных рынков, имеющие дополнительные преимущества, например, региональные сети, специально подготовленные кадры, права, лицензии на определенные виды деятельности. В связи с этим посреднические операции в настоящее время получили весьма широкое распространение.

Еще не сформирована окончательная модель самого рынка ценных бумаг и посреднической деятельности на нем. Ряд положений, связанных с градацией посреднической деятельности, ролью банков на рынке, правовым регулированием, были приняты стихийно, содержат ряд противоречий и нуждаются в доработке.

Актуальность темы диссертации обусловлена тем, что рынок ценных бумаг за период с 1991 по 1998 годы в России развивался ускоренными темпами: участники осваивали все более сложные финансовые инструменты (например, фьючерсные контракты), росло число потребителей и потенциальных поставщиков капитала на фондовый рынок, формировалась необходимая законодательная база, а это позволяет говорить о достижении той стадии качественного и количественного развития рынка, когда появляется объективная необходимость все большей специализации его участников, а следовательно, и существования такой категории, как фондовые посредники.

Посредничество на рынке ценных бумаг развивалось начиная с XVIII века. Несмотря на то, что в России этот процесс начался несколько позднее, уже во второй половине XIX века модель посреднической деятельности была окончательно сформирована и успешно функционировала. После 1917 года рынок ценных бумаг в России перестал существовать, и его возрождение началось только

с 90-х годов. Однако нередко в процессе формирования рынка ценных бумаг слепо копировались западные модели без учета национальной специфики и текущего состояния экономики, а собственный исторический опыт почти не принимался во внимание.

В процессе работы были изучены труды и исследования российских и зарубежных ученых и специалистов-практиков Алексеева М.Ю., Басова А.И., Брэдли Э., Галанова В.А., Грязновой А.Г., Дефоссе Г., Калимова А.А., Кещяна В.Г., Корнеевой Р.В., ДжЛиттла, Миркина Я.М, Мусатова В.Т., ЛРоудса, Рубцова Б.Б., Семенковой Е.В, Симоновой М.Н., Таранкова В.И., Тьюлз Р., Тьюлз Т., Фельдмана А.А., Чалдаевой Л.А., Хабаровой Л.П. и многих других.

В диссертации широко использованы научные экономические журналы и газеты России и зарубежных стран. Источником фактического материала в диссертации явились официальные данные страницы Федеральной комиссии по ценным бумагам в Internet, ассоциации НАУФОР, данные официальной статистики России, зарубежных стран.

Теоретическая и методологическая основа исследования - законы, постановления, иные нормативные акты высшей законодательной и исполнительной власти России и развитых стран Запада по вопросам регулирования рынка ценных бумаг и в частности посреднической деятельности на нем.

Анализ изученной литературы показывает, что основной акцент практически во всех работах делается на виды ценных бумаг, сам рынок, методы технического анализа. Посредническая же деятельность рассматривается, как правило, контекстно. Такое положение вещей и явилось основанием для выбора темы исследований.

Цель данного исследования - рассмотреть и проанализировать посредническую деятельность на рынке ценных бумаг, выявить типичные проблемы, недостатки и противоречия, коснуться истории развития посредничества в работе с ценными бумагами, выделить общие принципы организации посреднической деятельности на рынке. С этой целью в работе уделено внимание состоянию посредничества в развитых странах, традициям и особенностям, присущим подобным операциям.

При всей важности глубокого изучения международного опыта практику организации посреднической деятельности в отдельных странах нельзя механически копировать. В настоящее время в соответствии с российскими условиями и историческими традициями должна действовать своя *модель*и в этой области.

Итак, цель исследования предопределила его основные задачи, которые сводятся к тому, чтобы:

оценить текущие тенденции и накопленный опыт работы финансовых посредников;

выявить направление развития самого рынка ценных бумаг, влияющее на функционирование посреднических структур;

определить меру использования Россией зарубежного опыта, имея в виду ее обусловленность степенью развития в стране самого рынка ценных бумаг;

рассмотреть основополагающие юридические и экономические понятия, свойственные современной посреднической деятельности на рынке ценных бумаг;

сделать прогноз направления дальнейшего построения нормативной базы по вопросам рынка ценных бумаг, а также возможных путей реформирования посреднической деятельности российского рынка ценных бумаг.

Объектом исследования являются рынок ценных бумаг и организации, составляющие *его*инфраструктуру, занимающиеся посреднической деятельностью. Объект анализируется в динамике и в различных странах в той мере, в какой позволял собранный соискателем фактический материал, а также тема диссертационного исследования.

Цредцет исслелования - посредническая деятельность, ее место, роль, организация и уровень развития на западных и российском рынках ценных бумаг.

Научная новизна работы состоит в определении основных условий, необходимых для совершенствования посреднической деятельности на рынке ценных бумаг, тенденций и перспектив ее развития в России на основе обобщения опыта наиболее развитых стран. Определены методологические основы

**б**посредничества на рынке ценных бумаг и принципы совмещения брокерских и дилерских функций.

В работе впервые собран вместе материал по истории, международной практике и основным проблемам посреднической деятельности несколько абстрагированно от самого рынка ценных бумаг, а также обработаны и проанализированы цифровые данные по теме.

Обобщена практика организации посреднической деятельности на рынке ценных бумаг в странах с развитой экономикой; выявлены особенности экономических условий, моделей становления и развития профессионального посредничества в развитых странах; определены специфические стороны функционирования посредников в России; сформулированы конкретные рекомендации по дальнейшему развитию посреднической деятельности на российском рынке ценных бумаг, в т.ч. с точки зрения совмещения брокерской и дилерской деятельности и различных направлений развития посреднической деятельности.

Практическая значимость диссертации состоит в том, что разработанные предложения и рекомендации могут быть использованы государственными органами, регулирующими и контролирующими рынок ценных бумаг, при определении среднесрочной и долгосрочной перспективы и приоритетов развития российского посредничества.

Результаты исследований опубликованы в журналах «Банковские услуги», «Аудит и финансовый анализ». Проанализированный материал заслушан на международных Плехановских чтениях (1998, 1999 годы) и использован в методических разработках кафедры биржевого дела и ценных бумаг Российской экономической академии имени Г. В. Плеханова.

Наиболее существенные результаты, полученные автором, внедрены в департаменте собственности и структурных преобразований ОАО Роснефть, а также включены в учебный процесс в Академии Сберегательного банка Российской Федерации.

## Сущность посреднической деятельности на рынке ценных бумаг и отдельных его сегментах

Последнее десятилетие принесло России, с одной стороны, новые, с другой -хорошо забытые старые экономические формы и модели. Российская экономика после продолжительного периода изоляции отказалась от планового управления и вошла в мировую рыночную экономическую систему. В данное время Россия находится на стадии глубоких политических и экономических преобразований, в связи с тем, что возникла необходимость ориентироваться на новые мировые стандарты и адаптироваться к ним. Определенные изменения затронули всю экономическую систему, дали развитие рынку ценных бумаг и соответственно посредничеству, поскольку оно выступает своего рода способом пользования таким каналом, как рынок ценных бумаг, для направления сбережений и временно свободных средств от тех, кто ими обладает, к тем, кто желает их использовать. Происходящие изменения связаны с направлениями размещения капиталов и с методами, формами посредничества.

Одна из важнейших частей финансового рынка в рыночной экономике - это рынок ценных бумаг, который является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов. Организованный и нормально функционирующий фондовый рынок означает ряд преимуществ и для отдельных субъектов, и для экономики в целом. К числу таких преимуществ относятся:

получение предприятием необходимых средств для инвестиций (в случае корпоративных ценных бумаг) или финансирование текущего дефицита бюджета (для государственных ценных бумаг), иными словами, фондовый рынок выступает как аккумулятор источника финансовых ресурсов - ценных бумаг. При отказе от использования ценных бумаг размер оборотных средств предприятий будет ограничиваться собственными сбережениями1;

сглаживание колебаний при поступлении средств (выручки - для предприятия, для бюджета - налоговых платежей) в целях устранения кассовой несбалансированности бюджета2;

сокращение избыточной массы денег в обращении и направление их в инвестиции. Если при кредитовании необходим, как правило, большой объем средств, то ценные бумаги позволяют разделить привлекаемые средства между множеством независимых субъектов. Конечно, банки могут в определенном объеме дополнять накопления собственников кредитными ресурсами, но собственный капитал они, как правило, в распоряжение не предоставляют. Лишь посредством выпуска котирующихся на рынке акций прибыльные инвестиции могут реализовываться даже тогда, когда они выходят за рамки возможностей самофинансирования предприятия и имеющихся кредитных линий3;

возможность переноса финансовых средств, необходимых для финансирования инвестиций, из одних предприятий или отраслей экономики в другие.

Эти ключевые моменты говорят о незаменимости рынка ценных бумаг как для государства развитого, со стабильной рыночной экономикой, так и для государства, экономика которого еще только поднимается, выбирает пути для наилучшего развития.

В России рынок ценных бумаг вышел на ту стадию развития, когда можно говорить о всё возрастающем значении посреднической деятельности в данной сфере рынка капитала как объекта экономического хозяйствования.

## Эволюция посредничества на российском рынке ценных бумаг до 1918 года

Рынок ценных бумаг в России стал зарождаться во второй половине XVIII века. Среди русских ценных бумаг, обращавшихся на отечественных и иностранных рынках, особое положение занимали государственные ценные бумаги, которые представляли собой государственный долг России.

Посредничество на официальном биржевом рынке фондовых ценностей в России сформировалось позднее, чем на Западе, но уже до революции успело занять одну из важнейших позиций в экономической жизни страны.

В Российской империи первая биржа была создана в Санкт-Петербурге в 1703 году по инициативе Петра I, однако фондовый отдел биржи был образован лишь спустя два века, в 1900 году49. Отмена в 1861 году крепостного права, курс на формирование многоукладной экономики, ликвидация «железного занавеса», приток иностранного капитала обусловили повышение роли существовавших в стане бирж. В связи с быстрым увеличением числа акционерных обществ (прежде всего железнодорожных предприятий и акционерных банков) и расширением выпусков облигаций государственных займов на биржах начала более активно развиваться торговля ценными бумагами. В конце 60-х годов на Санкт-Петербургской бирже отмечалась настоящая биржевая горячка. Анонимный биржевой летописец того времени указывал, что «последние месяцы 1868 года сделались эпохой первого принятия всей публикой участия в биржевой игре акциями». «Чрезвычайно успешные действия многих наших акционерных компаний в 1867 году и публикуемые срочные сведения о дальнейшей успешности их деятельности послужили к довольно значительному и совершенно справедливому повышению биржевой цены наших акций во второй половине 1868 года». Рост курса ценных бумаг стал питательной почвой для развития финансового посредничества и толчком для биржевой спекуляции.

Таранков В.И. Ценные бумаги Государства Российского. Тольятти. Малое издательское предприятие «Интер-Волга». 1992. С. 608. В начале 1901 года министром финансов России были утверждены Правила для фондового отдела при Санкт-Петербургской бирже. Фондовый отдел был подчинен Министерству финансов по линии Особой канцелярии по кредитной части. Он был сосредоточием оборота государственных займов, находящихся в ведении финансового ведомства.

Средства фондового отдела образовывались за счет: взносов действительных членов и постоянных посетителей, сборов с гостей, пени, штрафов и прочих поступлений. Средства расходовались на вознаграждения служащих и канцелярские расходы, на содержание помещений, на участие в общих расходах Санкт-Петербургской биржи (устанавливались в процентах за каждый год)50.

В качестве посредников при заключении сделок с ценными бумагами при фондовом отделе биржевая реформа предусматривала институт маклеров. Маклеры назначались министром финансов и при вступлении в должность принимали присягу- Комиссионное вознаграждение маклера составляло обычно 0,1% и выплачивалось продавцом и покупателем. Маклером мог стать подданный Российской империи, не моложе 30 лет, внесший залог 15 тысяч рублей (свидетельство имущественной самостоятельности, а значит, ответственности), прошедший испытательный срок, имевший ручательства двух членов биржи.

Важнейшие качества, которыми должен был обладать маклер - его личная честность, умение соблюдать коммерческую тайну клиента. Для наблюдения за деятельностью маклеров общее собрание членов биржи выбирало из их состава старшего - так называемого гоф-маклера51.

## Тенденции развития посреднической деятельности на современном рынке ценных бумаг

Одной из важнейших проблем в деятельности посредников на рынке ценных бумаг сегодня следует считать, по нашему мнению, совмещение брокерской и дилерской деятельности и защиту прав инвестора.

Неопределенность в законодательном плане совмещения брокерской и дилерской деятельности, взаимодействие брокера и дилера внутри одного инвестиционного института вызывает конфликт брокерской и дилерской деятельности .

В основе конфликта лежит существующая система договоров, так как, например, при заключении договора комиссии брокер по-прежнему будет лишен права выставлять ценные бумаги клиента от своего имени, ввиду того, что фактически они ему не принадлежат.

Следует отметить, что в настоящее время совмещение брокерской и дилерской деятельности остается чрезвычайно острой проблемой не только в России, но и во всем мире. Наиболее радикальный метод борьбы с возможными негативными последствиями при пересечении этих видов деятельности - отделить департамент брокерских операций от других отделов посреднической компании. Такой подход широко практикуется, например, в США, хотя и он не позволяет полностью обезопасить клиента посреднической компании от возможных махинаций со стороны отдельных сотрудников.

Неоспоримой является необходимость разграничения этих видов профессиональной деятельности как с точки зрения специализации профессиональных посредников, так и с позиции контроля за их деятельностью. В существующей практике часто встречаются случаи пренебрежения компанией интересами своих клиентов и первоочередное исполнение «своих» сделок, а также такие факты, как выставления брокером в информационных системах клиентских заявок от своего собственного имени, т.е. действий в качестве дилера.

Однако в настоящее время на российском рынке ценных бумаг большинство компаний просто не может позволить себе такого рода разделения в связи с тем, что объемы рынка и так невелики. Поэтому посреднические фирмы, как правило, выполняют функции и агента, и принципала, чтобы иметь возможность предложить клиентам как можно более широкий спектр услуг.

Приведем простой пример. В брокерском обслуживании крупных зарубежных клиентов часто практикуется система, когда брокер получает только фиксированный процент от суммы сделки. Такая система является следствием острой конкуренции брокеров за крупных клиентов (ими чаще всего выступают иностранные инвесторы).

Когда у зарубежного клиента российского брокера возникает конкретный интерес, сформулированный в виде твердой цены и определенного количества бумаг, российский брокер покупает эти ценные бумаги на себя, а затем продает их клиенту от своего имени. В этом случае доход брокера возникает из разницы цен покупки и перепродажи ценных бумаг.

Возможен иной вариант этой схемы: российский брокер, чувствуя настроения своих клиентов, покупает ценные бумаги на себя еще до поступления твердого интереса. В этом случае такая деятельность будет охарактеризована как дилерская, несмотря на то, что прибыль от такой операции будет получена только при устойчивых отношениях российского брокера с его клиентом, возникших на основе выполнения для этого клиента брокерских услуг.

С точки зрения авторов закона «О рынке ценных бумаг» суть дилерской деятельности заключается в управлении собственными денежными средствами и активами, а брокерской - в проведении операций со средствами клиента. Однако если четко следовать букве закона, произойдет такое сильное размежевание, что в сегодняшней ситуации деятельность на фондовом рынке неизбежно замрет.

Согласно закону о рынке ценных бумаг, организация, имеющая намерение заниматься профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, должна получить лицензии отдельно на каждый вид профессиональной деятельности: брокерскую, дилерскую, управление, депозитарную, регистраторскую.

Более логично, по-видимому, введение лицензирования именно операций на фондовом рынке, без разделения их на брокерские и дилерские. Это позволит упростить деятельность инвестиционных компаний. Таким образом, основной задачей является дилинг - совершение сделок и как следствие - выполнение обязательств по ним.

Наиболее удачным решением проблемы в перспективе, на наш взгляд, могло бы стать сосуществование на рынке двух типов посреднических фирм:

агентских компаний, выступающих только в качестве брокера для клиентов и осуществляющих инвестиционное консультирование;

инвестиционных или брокерско-дилерских компаний, имеющих право выступать и как агент, и как принципал.

Тогда совершенно логичной представляется выдача лицензий на брокерскую и дилерскую деятельность, установление определенных требований и нормативов по отношению к компаниям, осуществляющим эти виды деятельности. Но в данный момент из-за узости рынка и сокращения количества потенциальных инвесторов такое разграничение в лицензировании не имеет под собой логического и экономического смысла, т.к. не отражает существующую ситуацию.

При использовании инвестиционной компанией «единой» или «дилерской» лицензии, лицензии на деятельность на фондовом рынке, работа ее становится более логичной и естественной. Клиенты заключают с инвестиционной компанией договор, аналогичный договору комиссии, но с возможностью исполнения сделок как от имени клиента, так и от имени компании, если это необходимо для облегчения проведения операций клиента.

Такой подход позволит избежать неопределенности статуса инвестиционной компании, вынужденной принимать различные позиции (брокера или дилера) при работе с клиентами, и упростит контроль за действиями инвестиционной компании. Контроль в случае, если компании будет запрещено проводить операции в своих интересах, сведется к проверке правильности оформления и очередности исполнения клиентских заявок.

Оценивая эффективность введения единого лицензирования, можно предположить снижение собственных затрат профессиональных посредников на получение лицензий по каждому виду деятельности за счет экономии времени и средств. С позиции клиентов, введение единого лицензирования позволит уменьшить их затраты, т.к. снизится уровень комиссии, взимаемой посредником с клиента. Например, при торговле ценными бумагами можно открыть очень короткую позицию в качестве принципала в надежде быстро найти парные приказы на покупку или продажу от других клиентов и заработать на разнице, а следовательно, не требовать уплаты комиссии, либо выступать только в качестве брокеров для покупателей и продавцов, заключая сделки с посредниками - маркет-мейкерами и взимая комиссию. Это может привести к улучшению инвестиционного климата, возможному оживлению рынка и увеличению его объемов.