Молодкин Андрей Юрьевич. Формирование инфраструктуры рынка ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Молодкин Андрей Юрьевич; [Место защиты: Всерос. гос. налоговая акад. М-ва финансов РФ]. - Москва, 2009. - 170 с. : ил. РГБ ОД, 61:09-8/1629

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Экономическая сущность и условия функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг в Российской Федерации 9

1.1. Концептуальные основы формирования рынка ценных бумаг 9

1.2. Институциональный состав инфраструктуры рынка ценных бумаг 25

1.3. Особенности построения инфраструктуры рынка ценных бумаг в экономически развитых странах 45

Глава 2. Современное состояние инфраструктуры рынка ценных бумаг в Российской Федерации 60

2.1. Характеристика тенденций развития деятельности регистраторов 60

2.2. Особенности организации депозитарных институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг 73

2.3. Анализ современного состояния организации клиринговой деятельности 90

Глава 3. Условия развития инфраструктуры рынка ценных бумаг в Российской Федерации 113

3.1 Консолидация и развитие учетных и расчетных институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг 113

3.2. Создание центрального депозитария как условие развития инфраструктуры рынка ценных бумаг 128

Заключение 148

Список литературы 153

Приложения 165

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Одним из механизмов привлечения инвестиций в экономику России с целью обеспечения устойчивого экономического роста является рынок ценных бумаг. Чрезвычайно выгодная для России внешнеторговая конъюнктура и своевременное исполнение внешних долговых обязательств стали решающими факторами повышения рейтинга страны до инвестиционного уровня и постепенного развития интереса к России как объекту вложения капиталов со стороны крупных зарубежных и отечественных инвесторов. Разворачивающийся мировой финансовый кризис, затронувший и экономику современной России, повлиял на ослабление ее мировых финансовых позиций, несколько снизил ее рейтинги и показатели экономической активности, но в тоже время, достаточно мощный и стабильно развивающийся экономический потенциал России позволяет прогнозировать положительные тенденции роста всех формирующих его источников ресурсов, включая инвестиционные и финансовые вложения в ценные бумаги. Поэтому, несмотря на кризисные явления значимыми и важными остаются проблемы, связанные с определением и выбором направлений развития институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг с целью снижения рисков и величины издержек инвесторов, повышения качества клиринговых, депозитных и расчетных услуг. Необходимость рассмотрения и решения этой совокупности проблем определяется и тем немаловажным обстоятельством, что при современном состоянии инфраструктуры рынка ценных бумаг складывается ситуация в которой при оценке инвестором рисков вложения в ту или иную ценную бумагу доминирующим становится риск не самого этого финансового инструмента, а обслуживающей его обращение инфраструктуры.

Необходимость дальнейшего совершенствования действующих и формирования новых институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг, связана также с решением вопросов повышения ликвидности, снижения рисков расчетов и учета прав собственности, упрощения допуска на отечественный рынок новых инвесторов, включая иностранных. В такой постановке данная научная проблема до настоящего времени исследована недостаточно полно, что и определяет актуальность выбранной для исследования темы.

Степень научной разработанности проблемы. Теоретические основы и механизмы функционирования рынка ценных бумаг раскрыты в работах ученых: Аливановой Е.Н., Барулина В.А., Звягинцевой Н.А., Коваленко И.Н., Красавиной Л.Н., Миркина Я.М., Якунина М.Г.

Исследованию зарубежного опыта функционирования рынка ценных бумаг посвящены работы Рубцова Б.Б., Смыслова Д.В., Доронина И.Н., Эрмеля М.Н.

Проблемы формирования инфраструктуры рынка ценных бумаг исследовались в работах Галанова В.А., Едроновой В.Н., Панскова П.М.

Однако в большинстве случаев перечисленными отечественными и зарубежными авторами рассматривались в основном общие, концептуальные вопросы формирования инфраструктуры рынка ценных бумаг, ее поэлементного содержания и закономерностей образования. За рамками исследований остался ряд проблем, связанных с функционирования, целостной системы инфраструктуры рынка ценных бумаг, обоснования ее состава и функций в привязке к конкретным экономическим условиям. Этим определился выбор темы, цели и задачи исследования.

Целью исследования является обоснование экономического содержания и институционального и функционального назначения инфраструктуры рынка ценных бумаг, разработка стратегических направлений ее формирования и развития, выработка на этой основе соответствующих практических рекомендаций.

Поставленная цель обусловила необходимость решения следующих основных задач:

исследовать экономическую сущность, назначение, состав и функции инфраструктуры рынка ценных бумаг;

исследовать особенности формирования и развития регистраторов в Российской Федерации;

рассмотреть направления консолидации учетно-расчетных институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг;

разработать предложения по институциональному и функциональному развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Объектом исследования является инфраструктура российского рынка ценных бумаг.

Предметом исследования выступают экономические отношения, реализующиеся в институтах, формирующих инфраструктуру рынка ценных бумаг.

Теоретико-методологической основой исследования послужили классические концепции и научные положения экономической теории, теории финансов и управления рисками, содержащиеся в фундаментальных трудах отечественных и зарубежных ученых, изучающих закономерности формирования и развития рынка ценных бумаг и его инфраструктуры. В диссертации использованы различные методы и приемы статистического, сравнительного и экономического анализа.

Информационную базу исследования составили законодательно-нормативные акты Российской Федерации в части регламентирующей развитие рынка ценных бумаг, материалы Федеральной службы государственной статистики, информационные, аналитические, методические материалы и экспертные оценки информационно-статистических и аналитических агентств (ПАРТАД, НАУФОР), материалы опубликованные в периодической печати и помещенные на официальных сайтах в Интернете, собственные разработки и расчеты автора.

Научная новизна исследования заключается в совершенствовании институциональной инфраструктуры рынка ценных бумаг, разработке направлений консолидации институтов инфраструктуры с учетом особенностей модели построения рынка ценных бумаг России.

В числе конкретных результатов, характеризующих новизну работы и выносимых на защиту, могут быть названы следующие:

развито понятие экономической сущности и состава инфраструктуры рынка ценных бумаг, которое позволило уточнить определение инфраструктуры рынка ценных бумаг и охарактеризовать ее как совокупность институтов, деятельности которых способствует уменьшению величины издержек инвесторов, увеличению уровня ликвидности рынка ценных бумаг, ускорению движения финансовых потоков для повышения эффективности использования финансовых ресурсов участников рынка, что открывает возможности для интеграции рынка ценных бумаг Российской Федерации в мировую финансовую систему;

определена необходимость развития региональной сети регистраторов на рынке ценных бумаг РФ и законодательного закрепления перечня их профессиональных рисков, обязательных для страхования, что повысит надежность деятельности института регистраторов и обеспечит защищенность имущественных интересов инвесторов;

разработан алгоритм поэтапного создания центрального депозитария, что позволит обеспечить снижение инфраструктурных рисков на рынке ценных бумаг, создание эффективной и прозрачной системы исполнения сделок с ценными бумагами, сокращение расходов профессиональных участников рынка, инвесторов и эмитентов, ускорение сроков расчетов по операциям с ценными бумагами, ускорение процесса перерегистрации прав собственности, создание упорядоченной системы разграничения ответственности на разных этапах исполнения сделок, создание системы коллективного страхования деятельности участников системы;

- определена необходимость консолидации институтов клиринга путем создания центрального контрагента с уточнением его задач и функционального назначения, заключающегося в реализации основных принципов: отказа предварительного 100% депонирования активов; организации торговли, клиринга и расчетов только с участием центрального контрагента; применения современной системы управления рисками на рынке ценных бумаг, принятой в развитых странах; разработки возможности введения единой денежной позиции на спот- и срочном рынках, что позволит задействовать более эффективные рычаги финансового контроля за деятельностью участников с учетом сложившейся практики расчетной и клиринговой деятельности.

Практическая значимость результатов исследования. Положения и выводы диссертации могут быть использованы для дальнейших исследований рынка ценных бумаг, служить теоретической основой для разработки федеральной и региональных концепций развития рынка ценных бумаг, его функциональной и структурной организации.

Содержащиеся в работе аналитические выводы и рекомендации могут быть применены при определении ФСФР России, Банком России, инфраструктурными организациями, профессиональными участниками рынка ценных бумаг стратегии совершенствования инфраструктуры рынка ценных бумаг, депозитарных технологий и связанных с этим отношений при создании единой депозитарно-расчетной инфраструктуры на территории Российской Федерации.

Работа может быть полезна для руководителей, специалистов инфраструктурных организаций рынка ценных бумаг, а также для работников государственных и региональных органов, регулирующих деятельность финансового рынка России. Она представляет интерес для потенциальных российских инвесторов, заинтересованных в надежном и качественном депозитарном учете прав и поставке ценных бумаг.

Основные положения диссертации могут использоваться в учебном процессе при чтении лекций и проведении семинарских и практических занятий по дисциплинам «Финансы», «Рынок ценных бумаг», «Финансовые рынки».

Апробация основных результатов исследования. Результаты исследования могут быть положены в основу разработки федеральных и региональных программ по модернизации инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Основные положения диссертации докладывались на международной межвузовской научно-практической конференции «Проблемы модернизации экономики Российской Федерации в 21 веке» (Москва, 2008 г.), VIII конференции молодых ученых «Россия: Тенденции и перспективы развития» (Москва, 2008г.).

Различные аспекты исследуемой проблемы нашли отражение в научных статьях автора, опубликованных в периодических научных изданиях и сборниках научных трудов. Всего по теме диссертации опубликовано 5 работ общим объемом 3,0 п.л., в т.ч. авт. 2,8 п.л.

Логика изложения и структура работы. Исследование включает теоретическое обоснование содержания, функций и состава инфраструктуры рынка ценных бумаг, изучение зарубежного опыта становления и развития инфраструктуры рынка ценных бумаг, анализ деятельности институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг Российской Федерации, формулирование предложений по развитию российской инфраструктуры рынка ценных бумаг в институциональном и функциональном аспектах.

Структура диссертационной работы. Работа состоит из введения, трех глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка использованной литературы и приложений. Список литературы включает 133 источника по рассматриваемой тематике. Работа изложена на 170 страницах, содержит 7 таблиц, 21 рисунок.

## Концептуальные основы формирования рынка ценных бумаг

Данная позиция спорна, так как по представленной схеме можно определить, что рынок ценных бумаг не только частично представляет собой денежный рынок и товарный рынок, но и не включает в себя обращение вторичных ценных бумаг.

При этом рынок ценных бумаг в значительной степени определяется обращающимися видами ценных бумаг.

Ценные бумаги рынка капиталов привлекательны для инвесторов, располагающих денежными средствами на определенный срок, а также для стратегических инвесторов на рынке долевых инструментов [127, 47].

Нуждающиеся в денежных ресурсах организации, используя рынок ценных бумаг для привлечения инвестиций, осуществляют эмиссию ценных бумаг (например, акции или облигации) и размещают их на первичном рынке, где происходит первичная продажа-покупка. Организация-эмитент и покупатель-инвестор ценных бумаг становятся при этом субъектами данного рынка, а ценные бумаги - объектом купли-продажи. При массовой эмиссии ценных бумаг возникает необходимость организованной системы расчетов, хранения (депозитарной деятельности), учета прав акционеров (регистраторов) и т.д. В систему рынка ценных бумаг вовлекаются все новые участники, включая и институциональные образования, обеспечивая тем самым количественное, качественное и эффективное его развитие.

Существующее в настоящее время видовое многообразие ценных бумаг, представленное на рис.2, влияет на структуру рынка путем формирования иерархических уровней и подструктур внутри самой системы. Так, множество финансовых инструментов составляют подсистемы рынка ценных бумаг (рынок акций, срочный рынок и др.).

Специфику ценных бумаг как товара, по-нашему мнению, очень точно определил К. Маркс, как: «...накопление притязания, юридические титулы на будущее производство, денежная или капитальная стоимость которых либо вовсе не представляет никакого капитала, как в случае государственного долга, либо регулируется независимо от стоимости реального капитала, который они представляют. Денежная стоимость того капитала, который представлен этими бумагами, является совершенно фиктивной». И эта специфика ценных бумаг, очень точно выделенная и отмеченная К. Марксом, генерирует условия возникновения глобальных и национальных экономических и финансовых кризисов, свидетелями и участниками которых мы сейчас является.

## Характеристика тенденций развития деятельности регистраторов

Открытое акционерное общество «Центральный Московский Депозитарий» имеет уставной капитал в размере 122000 тыс. руб., при этом чистые активы к середине 2008г. составляли 417 246 тыс. руб. Данная организация ведет реестры владельцев акций (1458 ед.), облигаций (4 ед.) и обслуживает реестры владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов (16 ед.). Страховым обеспечением гарантируются1 риски непреднамеренных ошибок при ведении реестров сотрудниками, умышленных противоправных действий работников и внешних лиц, электронных и компьютерных преступлений, сбоев и отказа оборудования, утраты архивов и документации, на основании1 которой осуществляется запись в реестрах и, что особенно актуально, покрываются риски связанные с осуществлением электронного документооборота. Организация имеет 21 филиал, что свидетельствует о значительно разветвленной сети, являющейся фактором преимущества данного регистратора.

ЗАО «Национальная регистрационная компания» с уставным капиталом в 50 530 тыс. руб. и чистыми активами в 293 680 тыс. руб. осуществляет ведение реестров владельцев акций (614 ед.) и владельцев инвестиционных паев в паевых инвестиционных фондах (54 ед.), при этом застрахованы риски непреднамеренных ошибок персонала, противоправных преднамеренных действий сотрудников и третьих лиц, сбои и отказ в работе техники о оборудования, а также риски, связанные с ведением электронного документооборота. Регистратор насчитывает 12 филиалов.

Закрытое акционерное общество «Специализированный регистратор — Держатель реестра акционеров газовой промышленности» (ЗАО «СР-ДРАГа») имеет уставной капитал в 20 000 тыс. руб., стоимость чистых активов составляет 282 196 тыс. руб. Регистратор ведет реестры акционеров (518 ед.), имеет 6 филиалов.

ОАО «РЕЕСТР» имеет уставной капитал в 4 449 тыс. руб. и чистые активы в размере 139 701 тыс. руб. Регистратор обслуживает владельцев акций (1697 ед. реестров) и владельцев облигаций (1 реестр), при этом страхуются риски непреднамеренных ошибок персонала, умышленных противоправных действий работников регистратора и третьих лиц, отказ и сбои в работе техники и оборудования, утрата архива регистратора и документов, на основании которых осуществляются записи в реестрах. Регистратор имеет 24 филиала.

## Консолидация и развитие учетных и расчетных институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг

Задача развития рынка ценных бумаг всегда стояла в центре внимания Правительства Российской Федерации, как одна из приоритетных в комплексе мер государственной экономической политики. С 2006 года развитие рынка ценных бумаг и деятельность ФСФР России осуществляется в рамках Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы, утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р (далее — Стратегия). С принятием Стратегии были сформулированы среднесрочные рамки модернизации институтов и инструментов российского финансового рынка в условиях нарастания процессов глобализации мировой финансовой системы, роста интернационализации рынков ценных бумаг, трансграничных инвестиционных сделок и усиления конкуренции крупнейших мировых финансовых центров.

К началу 2008 года указанные тенденции приобрели особую остроту. Это наглядно проявляется на фоне ухудшения конъюнктуры мирового финансового рынка, обострения кризисных процессов, актуализации вопросов стратегического развития мировых финансовых центров, их экспансии в страны с развивающимися экономиками. Сложившаяся ситуация на мировых финансовых рынках, а также рост интереса международных финансовых институтов и фондовых бирж к российскому фондовому рынку требуют скорейшего завершения работ по реализации Стратегии, закрепления достигнутых в ходе реализации Стратегии результатов, критического переосмысления отдельных ее положений и формулирования среднесрочных на 2008-2012 годы и долгосрочных до 2020 года мер по совершенствованию регулирования и развитию рынка ценных бумаг в Российской Федерации.

В Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года отмечается необходимость развития и повышения эффективности инфраструктуры финансового рынка. В частности в Стратегии определены следующие направления развития:

1.Развитие организованного финансового рынка и консолидация биржевой инфраструктуры. Для этого в Стратегии предлагается создать «условия для возможности консолидации биржевого рынка и концентрации на нем ликвидности, а также качественное повышение стандартов биржевой торговли, включая раскрытие информации и противодействие нерыночным практикам; высокий уровень защиты интересов инвесторов на внебиржевом организованном рынке за счет вовлечения его в зону эффективного регулирования» [131] Там же определено, что «одной из приемлемых моделей консолидации биржевой инфраструктуры может стать вертикально-интегрированная модель холдинга с широким представительством в его капитале банков, небанковских институтов и, возможно, государства и иностранных институтов. В рамках такого холдинга возможны объединение локальных торговых площадок, в том числе специализирующихся по видам торгуемых инструментов и активов, расчетных депозитариев, клиринговых организаций, а также унификация с учетом установленных государством единых требований электронных стандартов обмена данными, заключения сделок и расчетов. Предложенная модель способна сконцентрировать и направить на дальнейшее повышение конкурентоспособности российского финансового рынка необходимые управленческие, технологические и финансовые ресурсы».