

УДК 330.313

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**Трубецкая О.В., Макарова А.В.***Самарский государственный экономический университет, Самара, e-mail: olgatrub@gmail.com*

Целями данного исследования являются изучение институциональной инфраструктуры рынка ценных бумаг и поиск возможных путей ее реформирования. Особое внимание в работе уделено изучению выращивания институтов. Существует два типа выращивания: культивирование и облагораживание. Под облагораживанием понимается формализация ранее неформальных институтов. Культивирование основано на тщательной проработке институтов, но для этого необходим материал, который можно получить с помощью импорта и рекомбинации институтов, а также с помощью институциональных новаций. В ходе исследования было выяснено, что институты обладают двумя основными свойствами: комплементарностью и разнородностью. При рассмотрении современной инфраструктуры РЦБ стало очевидно наличие множества разрывов, таких как отсутствие единых стандартов и непроработанность правовой базы. В работе предложены направления по преодолению указанных проблем: совершенствование законов о центральной депозитарии и клиринге, внедрение электронного документооборота, реформирование тарифообразования в регистраторском секторе и изменение порядка составления списка акционеров.

Ключевые слова: инфраструктура, институциональная инфраструктура, рынок ценных бумаг**THE INSTITUTIONAL INFRASTRUCTURE OF THE SECURITIES MARKET****Trubetskaya O.V., Makarova A.V.***Samara State Economic University, Samara, e-mail: olgatrub@gmail.com*

The objectives of this study are: the study of the institutional infrastructure of securities market and identify possible ways to reform it. Particular attention in work is given the study of growing institutions. There are two types of cultivation and improvement of cultivation. Under the ennoblement is an understood formalizing previously informal institution, which is quite risky. Cultivation is based on a careful study of institutions, but this requires a material that can be obtained by importing and recombination of institutions, as well as through institutional innovations. The study is found that institutions have two basic properties: complementarity and diversity. According to the first property all the institutions are interrelated. Diversity is group institutions on various grounds. For example, the infrastructure of institutions of securities market can be divided into information, trading, depository and clearing, controlling and institutions governing the ownership of securities. When considering the modern infrastructure of the securities market, it became apparent that there are many gaps. It is the lack of uniform standards and absence of thorough legal framework. But in recent years have taken steps to overcome these problems. Laws were passed to the central depository and clearing. Work is underway to introduce electronic document. Tariff reform and changing the order of the list of shareholders is perspective directions in the registrar's sector.

Keywords: infrastructure, institutional infrastructure, the securities market

Финансовый рынок и рынки его составляющие имеют сложные и иерархичные связи между всеми элементами, а потому являются системами. В каждой экономической системе обязательно существует определенная совокупность ее единиц, которая обеспечивает функционирование всей системы в целом – инфраструктура. Состояние инфраструктуры является одним из определяющих факторов развития любой экономической системы. [3] Представляется целесообразным использование институциональной экономической теории для изучения инфраструктуры, так как это позволит наиболее полно изучить связи между элементами и пути проведения реформ. Вполне возможно использовать зарубежный опыт для реформирования институциональных систем в России, но при этом необходимо помнить, что в каждой стране институты создаются при определенных социально-экономических, политических и других условиях. Поэтому единственный верный путь реформирования – это проводить преобразования на основе анализа су-

ществующей институциональной системы России и иностранного опыта.

Любая институциональная система, в том числе инфраструктура РЦБ, крайне сложна по причине того, что институты связаны друг с другом и их состав неоднороден. Первое обстоятельство обусловлено тем, что институты связаны между собой множеством прямых и обратных связей. Это означает, что невозможно проводить какие-то бы ни было преобразования в одной области, не затронув смежных областей. Таким образом, можно говорить о комплементарности институтов. Если его не учитывать, то при реализации преобразования можно натолкнуться на целый ряд непредвиденных последствий. Второй аспект связан с принципиальными отличиями институтов друг от друга. Например, институты РЦБ можно разделить на информационные, торговые, депозитарно-клиринговые, контролирующие и институты, регулирующие права собственности на ЦБ.

В институциональных системах могут возникать разного рода разрывы между эле-

ментами и уровнями системы. Каждый разрыв появляется при определенных условиях и зачастую их возникновение связано с проведением реформ, если во время их подготовки оказались недоучтенными комплементарность и разнородность институтов. Если не устранять разрывы, то общество будет нести значительные издержки, и может начаться искажение всех смежных институтов, что приведет к еще большим потерям.

При введении нового института всегда возникают силы поддержки и противодействия. Если противодействие достаточно сильно, то новый институт может извратиться или отторгнуться существующей системой. В этом случае для полного преодоления противодействия придется заплатить огромную цену. Но не всегда противодействие оказывается чем-то негативным, порой оно вызвано вполне объективными причинами.

На основе анализа научной литературы можно вывести следующие пути проведения институциональных преобразований: эволюционный, политико-правовой и выращивание новых образцов институтов. Если говорить про первые два способа, то они в силу различных факторов оказались малоэффективными в России. В отличие от них выращивание является новым путем преобразования институциональных систем. Выделяют два типа выращивания: облагораживание существующих неформальных практик и культивирование ранее не существовавших образцов.

Вариант облагораживания неформальных норм был описан экономистом Э. де Сото на примерах нелегальной уличной торговли и транспортных перевозок. С течением временем они стали настолько массовыми, что их оказалось проще формализовать, чем бороться с ними. Но при этом могут институционализироваться далеко не самые эффективные практики и, как следствие, на выходе реформаторы получают либо стагнацию, либо регрессию институциональной системы [2].

Рассмотрим второй тип выращивания институтов – культивирование. В научной литературе описывается три источника, из которых можно получить ранее не существовавшие институты: импорт институтов, новации и рекомбинация ныне существующих институтов. Каждый из источников имеет сильные и слабые стороны. Например, импортированные институты являются уже полностью сформированными и проверенными в других странах, но при этом есть определенный риск, что он не приживется на «неродной почве» по причине отсутствия подходящих условий. Институциональные

новации могут быть внедрены в систему путем тщательного продумывания и исключения возможных разрывов, но требуют достаточно больших затрат ресурсов и времени. В процессе рекомбинации существующих институтов реформаторы имеют дело с уже существующими институциональными формами, но на практике не всегда можно решить проблему этим способом, особенно, если проблема носит концептуально новый характер. В конечном итоге для проведения институциональных реформ необходимо, исходя из анализа существующих условий и факторов, выбирать наиболее целесообразный метод реформирования.

В 90-х годах стали претворяться в жизнь меры по созданию рыночной экономики. В ходе реформ почти все институты РЦБ были механически перенесены в российскую экономику [5]. Основными элементами инфраструктуры финансового рынка являются биржи, посредники, торговые системы, страховые компании и др. Инфраструктура РЦБ России в силу более узкой специализации состоит из меньшего количества элементов. В ее состав входят несколько институциональных подсистем: депозитарно-клиринговая, информационная, регистраторская, регулятивная и торговая.

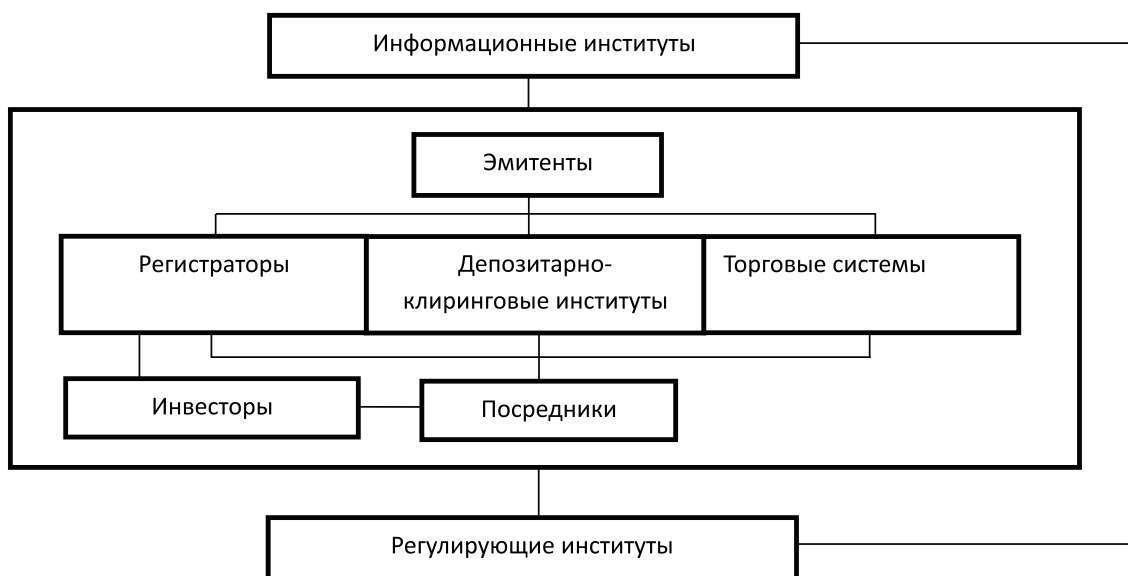
Современная инфраструктура рынка ценных бумаг крайне неоднородна в плане используемых стандартов и программного обеспечения. Отчасти это обусловлено отсутствием жесткого контроля со стороны регулирующих органов в процессе формирования инфраструктуры РЦБ. В итоге почти все организации используют собственные стандарты документов и программного обеспечения. Это замедляет работу всей инфраструктуры и делает ее более дорогой и менее привлекательной.

В последнее время был предпринят ряд мер, которые призваны сделать инфраструктуру более эффективной. Первыми шагами стали законы о центральном депозитарии и клиринге, которые призваны создать единое депозитарно-клиринговое пространство в России. Центральный депозитарий – это организация, в компетенцию которой входят централизованный в масштабах страны учет прав по ценным бумагам и операций с ними, а также хранение сертификатов ценных бумаг. Закон «О центральном депозитарии» вызвал неоднозначные оценки со стороны участников рынка. Но если оценивать эффект от создания Центрального депозитария, то в целом он положительный. Стоит отметить, что создание центрального номинального держателя будет способствовать ускорению операций с ценными бумагами, так как будут использоваться единые

стандарты и программное обеспечение. Вся институциональная система станет несколько прозрачней.

До недавнего времени в инфраструктуре РЦБ существовал значительный институциональный разрыв: клиринговые системы существовали, а законодательного регулирования данной области практической деятельности не было. Важность клиринга в том, что он обеспечивает учет встречных обязательств контрагентов, и в совокупности с депозитариями и регистраторами позволяет РЦБ осуществлять перелив капитала. Изначально сама система клиринга была заимствована у зарубежных стран. Без законодательной базы клиринг развивался благодаря неформальным нормам и существовал в виде неформального института. В 2011 г. был принят закон о клиринге, в котором впервые четко даны определения клиринга и осуществления клиринговой деятельности. Новый закон поможет значительно понизить риски на

РЦБ, так как вводится нижнее ограничение для собственных средств клиринговой компании в 100 млн руб., которые будут образовывать резервный фонд. Данный закон также регулирует клиринг с использованием центрального контрагента. Центральный контрагент является третьей стороной при совершении сделки и позволяет снизить риски контрагентов друг против друга. Центральный контрагент позволяет сочетать преимущества биржевого рынка в части простоты и скорости заключения сделок с использованием непрерывного двойного встречного аукциона заявок (Order-Driven Market), и преимущества классического рынка в части отсутствия необходимости 100% предварительного депонирования активов [4]. Таким образом, пересаженный институт клиринга был сначала адаптирован под существующую инфраструктуру на уровне неформального института, а затем было проведено облагораживание института с помощью законодательства.



Институциональная инфраструктура РЦБ

Одной из мер по повышению эффективности инфраструктуры стало слияние ММВБ и РТС в одну торговую площадку. До этого в России, по сути, существовали две инфраструктуры, и конкуренция происходила между ними. После слияния конкуренция перешла на международную арену. Теперь в ближайшей перспективе Российской торговой площадке представляется возможным конкурировать с варшавской биржей.

Следующим шагом, по мнению экспертов, должно стать устранение существующих различий в стандартах, используемых

различными организациями. Для этого необходимо введение общепринятых стандартов учета акций, электронного документооборота (ЭДО), отчетности. Особое внимание нужно уделить созданию консолидированного электронного документооборота. Все стандарты необходимо разрабатывать с учетом мнения участников рынка. Ввод стандартов позволит снизить инфраструктурные издержки, что в свою очередь позволит сделать рынок более эффективным и привлекательным для инвесторов.

Особое внимание стоит уделить реформированию регистраторской деятельности,

так как значительная часть издержек приходится именно на этот сектор инфраструктуры. Доходы регистраторов образуются из двух источников: услуги эмитентам и услуги акционерам. Тарифы за оказываемые услуги эмитентам определяются на договорной основе. При этом в настоящее время на рынке работают более 60 регистраторов, поэтому данная модель достаточно эффективна, так как тарифообразование происходит в условиях жесткой конкуренции.

В области тарифообразования для акционеров дела обстоят намного хуже. Тарифы для инвесторов регулируются постановлением Федеральной Комиссии по Ценным Бумагам от 19 июня 1998 г. № 24. Данное постановление определяет предельные тарифы за оказание информационных услуг. Главная проблема в том, что цены на указанные услуги не менялись с 1998 г. Так, если в 1998 г. стоимость выписки составляла 10 руб. и полностью покрывала расходы регистратора, то к настоящему времени цена услуги не изменилась и не может покрыть расходы даже на бумагу. Поэтому услуги акционерам являются убыточными, и все затраты связанные с ними, приходится финансировать за счет оказания других услуг. При таком перекрестном финансировании у регистраторов не остается достаточно средств на новации и техническую модернизацию.

Эксперты выделяют три пути преодоления данной ситуации: сохранение регулирования цен, рыночный механизм ценообразования, введение условия «Платит эмитент». Каждый вариант имеет свои недостатки и преимущества. [1]

Сохранение регулирования цен. Данный вариант аналогичен современной ситуации. Необходимо скорректировать устаревшие предельные тарифы на услуги. Главным недостатком этого метода решения поставленного вопроса является его дороговизна, так как потребуются значительные затраты для разработки, введения в действие и поддержания в актуальном состоянии вводимых тарифов.

Рыночный механизм ценообразования. В настоящее время на рынке есть все необходимые условия для поддержания конкуренции между регистраторами. Поэтому рыночное ценообразование успешно действует в сегменте оказания услуг эмитентам. Можно, опираясь на накопленный опыт, перенести данную модель и на сегмент обслуживания акционеров.

Прекращение тарифного регулирования с одновременным введением условия «Платит эмитент». Это наиболее спорная

модель, так как в настоящее время не многие эмитенты смогут обслуживать свои акции на рынке. С введением обслуживания собственных акций у эмитента появятся дополнительные расходы, что приведет к снижению стимулов выхода на рынок. И все-таки, если эмитент желает нести такую ответственность, то государство не должно препятствовать такому начинанию. Поэтому данный сценарий необходимо реализовывать не в виде обязанности, а в виде права.

Одним из нововведений, которое может снизить издержки инфраструктуры, может стать изменение процедуры составления списка акционеров для участия в управлении компанией. В настоящее время составлять реестр должен эмитент. Для этого ему необходимо запросить списки у регистратора, регистратор обращается за раскрытием к расчетному депозитарию, расчетный депозитарий запрашивает раскрытие у номинальных держателей и так далее по цепочке. Как мы видим, процедура составления достаточно сложна, многоэтапна и потому крайне затратна. Большую часть этого списка составляют мелкие инвесторы, которые не принимают участия в управлении. Возможно, стоит изменить или упразднить процедуру составления реестра. Одним из вариантов замены может стать процедура, при которой эмитент не составляет реестр, а сам акционер при желании участвовать в собрании будет обращаться в депозитарий за подтверждением голосов и бюллетенями. В таком случае можно будет исключить затраты на неиспользуемую информацию, что поможет сократить издержки инфраструктуры.

В целом институциональная инфраструктура РЦБ выходит на качественно новый уровень развития. Об этом свидетельствуют активная разработка правовой базы и действия участников рынка по консолидации инфраструктуры. Принятие законов о центральном депозитарии и клиринге, объединение ММВБ и РТС, введение центрального контрагента – это только отправной пункт нового витка развития. Перед инфраструктурой стоит еще множество задач, среди которых основной является повышение эффективности ее функционирования.

Таким образом, институциональная инфраструктура рынка ценных бумаг крайне неоднородна, поскольку большинство институтов, составляющих инфраструктуру фондового рынка, было механически перенесено.

Дальнейшее совершенствование институциональной инфраструктуры предпола-

гает разработку и совершенствование законодательной базы клиринговых систем, устранение различий в стандартах, используемых организациями, сокращение трансакционных издержек за счет реформирования регистраторской деятельности.

Список литературы

1. Агафонова Н. Как вернуть инвестора на фондовый рынок в условиях рынка – взгляд регистратора // Депозитарий. – 2009. – № 6. – С. 10–12.
2. Институты от заимствования к выращиванию / Я. Кузьминов, В. Радаев, А. Яковлев, Е. Ясин // Вопросы экономики. – 2005. – № 5. – С. 8.
3. Матвеев Ю.В., Трубетская О.В. Воспроизводственная инфраструктура в условиях модернизации российской экономики // Фундаментальные исследования. – 2012. – № 3. – Часть 3. – С. 642–643.
4. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.11.2011).
5. О клиринге и клиринговой деятельности: федеральный закон от 07.02.2011 N 7-ФЗ (ред. от 03.12.2011).

References

1. Agafonova N. How to return investor in the stock market in market conditions – a view the registrar Depositarium. 2009. no 6. pp. 10–12.

2. Kuzminov J., Radaev V., Yakovlev A., Yasin E.. The institutes of borrowing to grow. // Voprosy ekonomiki. 2005. no 5. pp. 8.

3. Matveev Y.V., Trubetskaya O.V. Reproduction infrastructure in the conditions of modernisation of the Russian economy // The Fundamental Researches. 2012. no 3. part 3. pp. 642–643.

4. Federal statute on 02/07/2011 № 7-FZ (edition of 03/12/2011): «About the clearing and clearing activities».

5. Federal statute on 04/22/1996 № 39-FZ (edition of 11/30/2011): «About the Securities Market».

Рецензенты:

Иваненко Л.В., д.э.н., доцент, зав. кафедрой «Экономика. Социология. Менеджмент» СФГБОУ ВПО Московского городского педагогического университета, г. Самара;

Степанова Т.Е., д.э.н., профессор, зам. директора по научной работе Самарского института (филиала) РГТУ, Самара;

Щукин О.С., д.э.н., профессор кафедры экономики труда и основ управления ФГБОУ ВПО «Воронежский государственный университет», г. Воронеж.

Работа поступила в редакцию 23.07.2012.