



ПЕТР ЛАНСКОВ

председатель Попечительского совета  
фонда «Инфраструктурный институт»,  
докт. экон. наук

## РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ОПТИМИЗАЦИЯ ЕГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Эффективность финансового рынка в значительной степени предопределяется уровнем развития его инфраструктуры и качеством организации взаимодействия операторов финансового рынка и институциональных инвесторов с ее элементами. Развитие финансового рынка в конечном счете осуществляется на базе и по мере развития его инфраструктуры. В связи с этим под инфраструктурой финансового рынка предлагается понимать совокупность финансовых институтов, осуществляющих по отношению к институциональным и иным инвесторам, а также к операторам рынка функции по обслуживанию сделок с финансовыми инструментами, совершаемых с участием или в интересах последних (рис. 1).

В рамках инфраструктуры можно выделить ее основные составляющие:

– **торговая система** как совокупность элементов инфраструктуры, включающая биржи и иных организаторов торговли, обеспечивающих куплю/продажу финансовых инструментов;

– **расчетная система** как совокупность элементов инфраструктуры, включающая банки и небанковские кредитные и клиринговые организации, обеспечивающая клиринг сделок с финансовыми ин-

струментами, ведение денежных счетов участников торговли финансовыми инструментами и их клиентов и осуществление расчетов по ее результатам;

– **учетная система** как совокупность элементов инфраструктуры, включающая регистраторов и депозитариев, обеспечивающая фиксацию и учет перехода прав собственности на финансовые инструменты в результате их обращения.

С учетом предлагаемого деления в свою очередь могут быть выделены каналы взаимодействия инфраструктурных систем и основных институтов финансового рынка и построена матрица взаимосвязей между ними в двоичной системе (табл. 1).

Ключевое место в торговой системе и вообще в инфраструктуре финансового рынка занимают биржи. Как изначальные регуляторы рынков ценных бумаг, классические фондовые биржи исторически являются предшественниками органов государственного регулирования на рынках капитала. Фактически регулирование всей организованной торговли финансовыми инструментами изначально сосредоточилось в руках бирж. Впоследствии, стараясь убедить инвесторов в том, что они защищены от злоупотреблений корпораций, бумаги которых допущены к торгам, фондо-

вые биржи внедрили для листингованных компаний стандарты корпоративного управления. Биржи установили свои собственные положения, определяющие то, как осуществляется процесс торговли финансовыми инструментами, предложив стандартизированные форматы торговых контрактов брокерам и инвесторам.

В глазах большинства крупных эмитентов во всем мире биржи являются главными воротами на финансовый рынок, через которые они могут получить внешнее финансирование на выгодных для них условиях. Соответственно, их интерес в сохранении высокого рейтинга биржи как инфраструктурного института совпадает с общественной целью экономического роста.

Однако в 90-е гг. прошлого века по мере развития новых электронных технологий началась трансформация организационной структуры фондовых бирж<sup>1</sup>. Одна за другой крупнейшие мировые биржи стали отказываться от типичного для них ранее формата партнерства участников торговли, внедренного с момента их возникновения, и превращаться в частные корпорации. Большинство бирж объяснило переход к коммерческой структуре собственности своей потребностью в привле-

<sup>1</sup> Джексон Х., Гантинис С. Регулирование рынков. Исследование // Гарвардская школа права. Дискуссионный документ № 579. 2007. Январь.

чений капитала для финансирования собственных инфраструктурных расходов. Распространение электронной торговли усилило конкуренцию между биржами как в пределах государственных границ, так и в международном масштабе, а также сделало возможным появление альтернативных недорогих площадок для заключения сделок с финансовыми инструментами. С точки зрения бирж, это является угрозой их привилегиям в организации торговой деятельности<sup>2</sup>.

Переход от партнерства к корпорации освободил управляющих фондовыми биржами от необходимости руководствоваться мнением участников торговли. Фондовые биржи теперь могут внедрять стандарты торгов, вступать в альянсы или совершать слияния с другими биржами, ориентируясь на коммерческие интересы своих акционеров и менеджеров.

Другими словами, в результате акционирования бирж их «ориентация» меняется от обслуживания интересов своих членов к обслуживанию интересов своих акционеров. Проявление этих процессов в своеобразной форме, искаженной контролирующим влиянием Банка России на ММББ, наблюдается и на российском финансовом рынке.

Таким образом, биржи повсеместно постепенно теряют признаки саморегулируемых структур, что на развитых рынках, как правило, компенсируется более активным участием государственных регулирующих органов или внешних по отношению к бирже СРО в регулировании листинга и других биржевых процедур<sup>3</sup>. Отражением этого на крупнейшем в мире финансовом рынке США стало создание *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)* – саморегулируемой организации, образованной в июле 2007 г. в результате слияния *NASD* – СРО брокеров/дилеров и *NYSE Regulation* – саморегулирующегося звена соответствующей биржи<sup>4</sup>.

Однако в России ФСФР и СРО участников рынка пока не обладают материальными ресурсами и квалифицированными кадрами для более интенсивного регулирования биржевой и сопутствующей ей клиринговой деятельности. Поэтому представляется необходимым внести коррективы в существующий проект закона об организованной торговле в части требований, определяющих полномочия Биржевых советов как органов саморегулирования биржевой деятельности, не контролируемых акционерами и менеджментом бирж и формируемых главным

образом из независимых от них участников торговли, инвесторов и эмитентов. Биржевые советы должны иметь решающий голос в вопросах утверждения правил листинга и торговли бирж.

В целях уравнивания процесса коммерциализации (демонтилизации) бирж необходимо расширить применение механизмов саморегулирования в отношении тех инфраструктурных институтов, которые создают второй и третий уровни инфраструктуры и входят в состав расчетной и учетной систем. Тем более что до-

указанного механизма: по секторальному/институциональному принципу, когда регулирование осуществляется различными органами управления дифференцированно по группам финансовых институтов, или по функциональному/целевому принципу, при котором функции установления норм, направлений развития рынка, контроля, надзора и защиты прав инвесторов осуществляются различными органами управления.

Большинство развитых финансовых рынков в таких странах, как Австралия,

Рисунок 1. ОБОБЩЕННАЯ СХЕМА ОРГАНИЗАЦИИ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

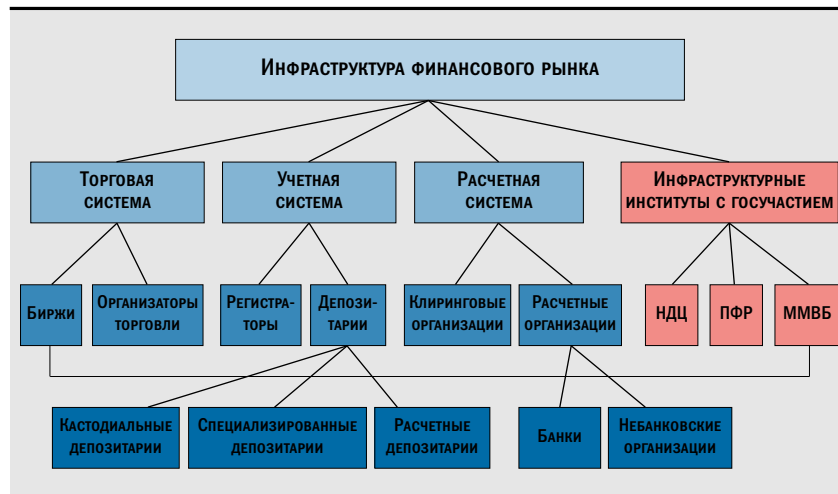


Таблица 1. МАТРИЦА ВЗАИМОСВЯЗЕЙ МЕЖДУ ИНФРАСТРУКТУРОЙ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ОСНОВНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТИТУТАМИ

Инфраструктура	Финансовые институты		
	Операторы фондового рынка	Институциональные инвесторы	Кредитные организации
Торговая система	1	0	1
Расчетная система	1	1	1
Учетная система	1	1	0

створное отражение результатов торговли финансовыми инструментами в учетных регистрах имеет критически важное значение для инвесторов, в чьих интересах совершаются сделки на рынке.

### НЕОБХОДИМОСТЬ ПРОДОЛЖЕНИЯ РЕФОРМЫ ОРГАНИЗАЦИИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Анализ моделей организационно-экономического механизма регулирования рынка финансово развитых стран и стран с развивающимися рынками позволил выделить 2 основные модели построения

Великобритания, Германия, Нидерланды, Япония и др., в течение последних 20 лет постепенно перешли к модели функционального/целевого регулирования. На крупнейшем в мире финансовом рынке США начиная с 1999 г. тоже осуществляется регулирование, дифференцированное в большей мере по группам финансовых инструментов, чем по видам финансовых институтов. Кардинальный шаг на этом пути предложил сделать министр финансов США Г. Полсон. Обнародованный 31 марта 2008 г. план Полсона включает в себя распространение принципов саморегулирования на деятельность институциональных инвесторов вместо прямого регулирования со стороны Комиссии по

<sup>2</sup> Джексон Х., Гантинис С. Регулирование рынков. Исследование // Гарвардская школа права. Дискуссионный документ № 579. 2007. Январь.

<sup>3</sup> The Boston Consulting Group. Отчет. Сравнительный анализ определенных вопросов регулирования рынка ценных бумаг в Российской Федерации, Германии, США и Великобритании.

<sup>4</sup> <http://www.finra.org/AboutFINRA/CorporateInformation/index.htm>

ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission — SEC*)<sup>5</sup>. В краткосрочной перспективе предлагается повышение роли действующей при Президенте США Рабочей группы по финансовым рынкам (*President's Working Group on Financial Markets*), которая должна получить функции межведомственного координирующего органа. А в долгосрочной — создание объединенного органа, контролирующего практику бизнеса участников финансового рынка (*Conduct of Business Regulatory Agency — CBRA*), в том числе

структуры необходимо сделать вывод о целесообразности постепенного перехода российского финансового рынка от институциональной к функциональной модели организационно-экономического механизма его регулирования.

С учетом отечественного и мирового опыта развития финансового рынка, при формировании современного организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка в России предлагается исходить из необходимости выделения 3 уровней регулирования:

вой нормативной базы, подменяющей отсутствующее законодательство. Следствием этого стали гигантские диспропорции между количеством и объемом профильных федеральных законов и нормативных актов регулирующих органов.

С подписанием Указа Президента Российской Федерации от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти»<sup>6</sup> была в значительной степени решена проблема межведомственной разобщенности государственных органов на финансовом рынке и сделан важный шаг к реализации общемировой тенденции к консолидации его регулирования. Соответственно, анализ уровня развития российского финансового рынка и практики его регулирования позволяет сделать вывод о наличии 4 этапов развития организационно-экономического механизма его регулирования в постсоветский период (табл. 2).

В новых политических условиях представляется естественным сделать вывод о необходимости усиления координирующей роли Правительства РФ в отношении федеральных ведомств, обладающих полномочиями по регулированию финансового рынка и подотчетных непосредственно правительству, а также выполнения им функции защиты прав инвесторов на финансовом рынке, в том числе от произвольных действий или бездействия ведомств.

Перечень полномочий и функций федерального органа по финансовым рынкам (ФСФР), в целом унаследовавшего полномочия ФКЦБ как регулятора важнейшего сегмента финансового рынка в период с 1994 по 2004 г., объективно нуждается в существенном уточнении, так как компетенция и структура ФКЦБ/ФСФР «заточены» на регламентирование профессиональной деятельности участников рынка, а не на создание условий для развития финансового рынка как механизма привлечения инвестиций.

Как показали результаты ряда исследований, в целях повышения эффективности основной деятельности Банка России как органа, осуществляющего защиту и обеспечение устойчивости национальной валюты, часть его регулирующих полномочий на финансовом рынке в среднесрочной перспективе целесообразно передать органам исполнительной власти в соответствии с их специализацией.

В частности, деятельность по выявлению нарушений законодательства о банках и банковской деятельности ряд депу-

**Таблица 2. ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ ОРГАНИЗАЦИОННО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО МЕХАНИЗМА РЕГУЛИРОВАНИЯ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА**

Этап	Особенности организации и развития регулирования
1991–1996 гг.	Регулирование финансового рынка было, в основном, процессом, производным от приватизации, и осуществлялось Госкомимуществом и Минфином РФ
1996–2000 гг.	Перестройка регулирования в соответствии с требованиями закона «О рынке ценных бумаг» и попытка его сосредоточения в отношении значительной части финансового рынка в руках ФКЦБ при активном участии саморегулируемых организаций — участников рынка
2000–2004 гг.	Нарастание проблем регулирования, связанных с укоренением его ведомственного характера и дроблением объекта регулирования, что особенно проявилось в ходе реализации пенсионной реформы
2004 г. — настоящее время	Первый этап реформы системы регулирования финансового рынка. Создание предпосылок для формирования мегарегулятора

защиту прав инвесторов, поглощающего функции нынешней SEC и опирающегося на СРО.

В ряде стран с развивающимися финансовыми рынками, включая Венгрию, Испанию, Казахстан и Украину, осуществляются шаги по переходу к модели функционального/целевого регулирования финансового рынка.

В целом даже финансовые рынки таких наиболее близких по экономическому состоянию к России стран, как Белоруссия, Казахстан и Украина, показывают несовпадение динамики и направлений развития организационно-экономических механизмов их регулирования. Причем наибольших успехов в оптимизации системы органов регулирования добилась отнюдь не Россия, а Казахстан, еще в 2004 г. сформировавший эффективный мегарегулятор финансового рынка — Агентство по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций.

В связи с завершением формирования в России экономической потребности в развитом финансовом инструментарии и созданием основных категорий участников рынка и обслуживающей их инфра-

- уровня законодательных органов,
- уровня государственных регулирующих органов,
- уровня саморегулируемых организаций.

Функционирование законодательных органов в составе организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка выражается в творческой деятельности Федерального собрания РФ, которая в настоящее время фактически сведена к оформлению законопроектов, готовящихся в структурах исполнительной власти.

В системе органов государственного регулирования, осуществляющих управленческие функции по отношению к финансовому рынку (функции его регуляторов), в качестве наиболее значимых субъектов регулирования следует выделить Правительство РФ, Федеральную службу по финансовым рынкам, Банк России, Росфинмониторинг. В силу того что финансовый рынок в России формировался в условиях трансформации экономических отношений, его ведомственные регуляторы были наделены полномочиями не только по надзору за исполнением законодательства, но и по разработке отрасле-

<sup>5</sup> Text of Paulson's Executive Summary. Опубликовано: [http://www.online.wsj.com/article/SB120675834275673863.html?mod=hpp\\_us\\_whats\\_news](http://www.online.wsj.com/article/SB120675834275673863.html?mod=hpp_us_whats_news)

<sup>6</sup> Указ Президента Российской Федерации от 9 марта 2004 г. «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» // Российская газета. 2004. № 50. 12 марта.

татов Госдумы РФ предлагает отнести к компетенции специального надзорного органа. С другой стороны, ответственные представители Банка России выступают за наделение функциями регулятора на рынке потребительского кредитования, в том числе защиты прав заемщика, некоего специального органа, который объединил бы в себе надзор и контроль, осуществляемые в этой сфере различными ведомствами, включая Банк России, и выполнял функцию буфера между потребителями и организациями, предоставляющими услуги по потребительскому кредитованию<sup>7</sup>. Надо отметить, что, например, в Великобритании роль такого органа играет регулятор финансового рынка — FSA, а в США, возможно, эту работу будет выполнять предполагаемый новый регулятор — CBRA.

По мнению многих экспертов, реализация функций регулирования финансового рынка должна относиться к компетенции не только законодательных органов и специальных органов государственного управления, но и саморегулируемых организаций — участников рынка (СРО), уполномочиваемых законом применять

правила разработанных ими стандартов к своим членам<sup>8</sup>. Для законодателей многих стран, неохотно тратящих деньги налогоплательщиков на амбициозные проекты регулирования, саморегулирование является привлекательным решением, поскольку СРО напрямую финансируются отраслью, которую они регулируют. Ресурсы этих организаций независимы от государственного бюджета и связанных с ним политических соображений, что гарантирует использование значительных средств на развитие отрасли посредством установления стандартов СРО и контроля за их соблюдением. Учитывая самофинансирование «отраслевого»/институционального регулирования со стороны СРО, государство может сфокусироваться на своих собственных приоритетах и направить ресурсы на решение вопросов, в которых наиболее необходимо его участие. Поэтому на финансовых рынках развитых стран СРО являются неотъемлемой их составляющей, образуя самостоятельный уровень механизма регулирования.

Подлежит дальнейшему обсуждению необходимость совершенствования организационно-экономического механизма

регулирования финансового рынка посредством создания единого государственного органа регулирования, компетенция которого, помимо рынка ценных бумаг, распространялась бы на страховую и отчасти банковский сегменты финансового рынка. Этот орган, действующий во взаимосвязи с СРО финансовых институтов, может быть в перспективе определен в качестве мегарегулятора финансового рынка как управленческого звена организационно-экономического механизма регулирования, которое повысит его эффективность, освободит внутренние возможности развития финансового рынка и его институтов. Кроме того, это создаст регулятивную среду, привычную для международных инвесторов, что особенно важно в условиях глобализации экономики.

Хотя такие экономические основания для реализации на российском финансовом рынке общемировой тенденции (создание единого органа регулирования), как рост финансовых конгломератов, перекрестное предложение финансовых услуг и секьюритизация финансовых продуктов, сформированы еще не полностью,

<sup>7</sup> Моисеев И. «Банку России нашли надзирателя» // Коммерсантъ. 2007. № 28. 21 февраля.

<sup>8</sup> См.: Зенькович Е. В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование. М., 2007.

## Абсолютно.



**Обслуживание НПФ**  
**Обслуживание ПИФ**  
**Услуги спецрегистратора**  
**Депозитарное обслуживание**

*Garant*  
Специализированная депозитарная  
компания «Гарант»

119180, г. Москва, ул. Большая Полянка, д. 51/14.  
Тел.: + 7 (495) 777-56-83. Факс: 777-56-82  
Эл. почта: mail@sdkgarant.ru | [www.sdkgarant.ru](http://www.sdkgarant.ru)

создание мегарегулятора финансового рынка было бы полезно в среднесрочной перспективе для преодоления ограничений, накладываемых на его развитие ведомственным подходом к регулированию.

Как следует из исследования структуры и способов построения ряда успешно функционирующих мегарегуляторов финансовых рынков развитых стран, к числу их существенных особенностей относятся:

- внутриструктурное обособление органов, осуществляющих контрольно-надзорные функции, от органов, определяющих стратегию развития финансового рынка, в том числе принимающих нормативные акты;

- коллегиальный способ принятия общих нормативных актов, а зачастую и актов индивидуального характера;

- применение в случае необходимости, кроме бюджетного способа финансирования его деятельности, внебюджетных источников, включая сборы и платежи участников финансового рынка.

Для их учета при создании в будущем мегарегулятора российского финансового рынка предлагается рассмотреть его структуру в составе следующих органов управления:

- коллегиального межведомственного органа (с участием представителей СРО), ответственного за общее регулирование финансового рынка, включая принятие нормативных актов;

- подчиненного ему консолидированного финансового надзора с возможной внутренней специализацией по сегментам рынка;

- подотчетных ему СРО участников финансового рынка (рис. 2).

В отношении надзорных органов на финансовом рынке в среднесрочной перспективе представляется оптимальной реализация модели управления, известной из международного опыта под названием «двойная вершина» (*twin peaks*). Речь в данном случае идет о выделении банковского надзора в единый блок с регулированием сферы противодействия отмыванию финансовых средств и финансированию терроризма (далее – ПОД/ФТ). Это связано, с одной стороны, с тем, что концентрация разнообразных регулятивных полномочий в Банке России мешает выполнению им основных функций поддержания устойчивости национальной валюты и противодействия инфляции, а с другой – тем, что за последние 2 года 90% отзывов

банковских лицензий было мотивировано нарушением требований ПОД/ФТ<sup>9</sup>.

Выделенный из функциональной структуры Банка России банковский надзор мог бы в своей деятельности руководствоваться нормативными актами и Банка России, как регулятора деятельности кредитных организаций, и Росфинмониторинга, как правоустанавливающего органа в сфере ПОД/ФТ, при оперативном подчинении последнему.

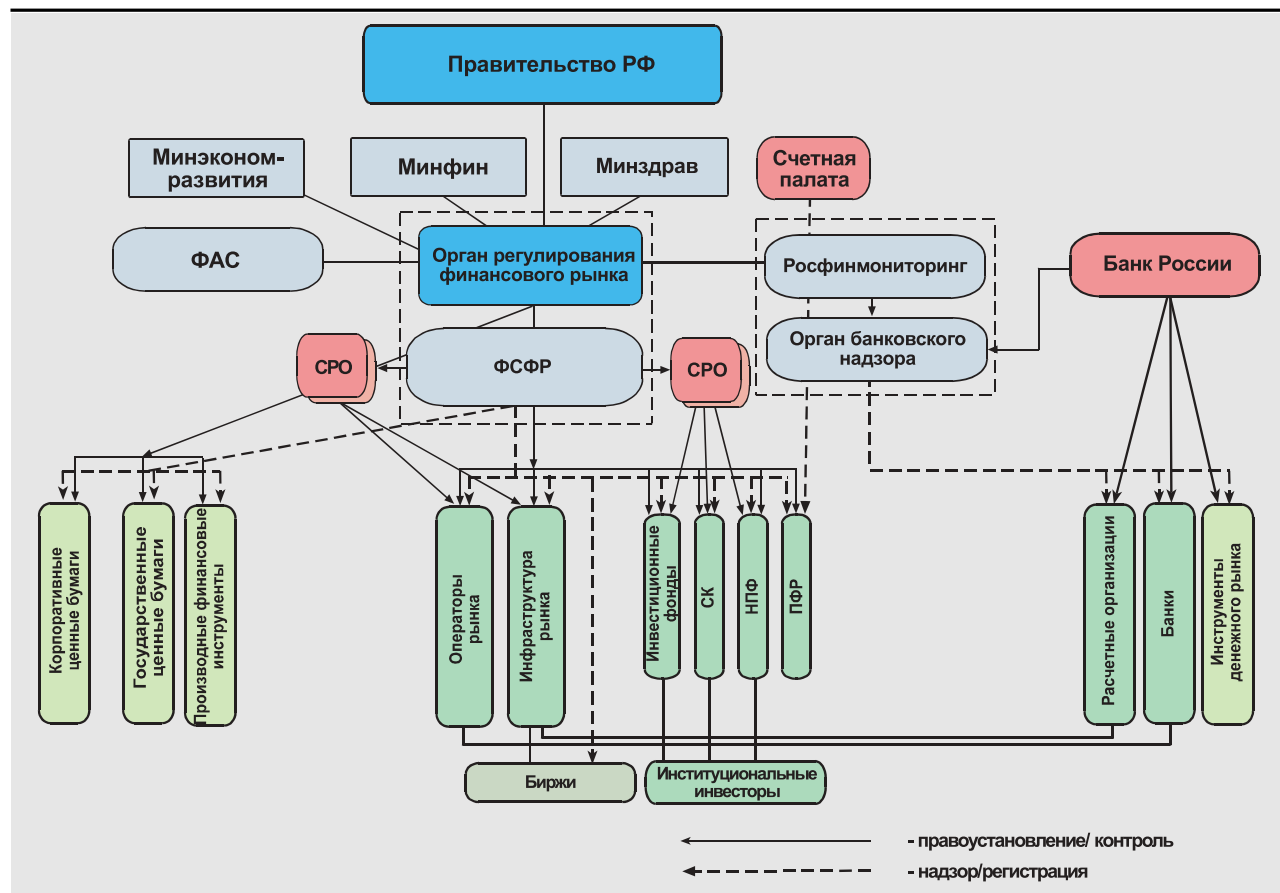
В то же время, с учетом требований Федерального закона «О саморегулируемых организациях»<sup>10</sup> в отношении СРО участников финансового рынка должно быть обеспечено поступательное развитие в реализации ими следующих функций:

- разработка стандартов профессиональной деятельности, обязательных для соблюдения членами СРО;

- осуществление общественного контроля за соблюдением указанных стандартов и, в случае необходимости, принуждение к их исполнению;

- развитие мер моральной и материальной ответственности СРО и ее членов за нарушение прав инвесторов, правил профессиональной этики и обычаев делового оборота. ■

Рисунок 2. ПРЕДЛАГАЕМАЯ СТРУКТУРА ОРГАНИЗАЦИОННО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО МЕХАНИЗМА РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА



<sup>9</sup> М. Буйлов. Надзор на нашу голову // Деньги. 2007. № 7. 26 февраля.

<sup>10</sup> Федеральный закон от 1 декабря 2007 г. № 315-ФЗ «О саморегулируемых организациях» // Российская газета. 2007. № 4536. 6 декабря.