



УДК 336.76
ББК 65.05

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ ФИНАНСОВОГО РЫНКА: ПРОБЛЕМНЫЕ АСПЕКТЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Ломтатидзе Ольга Владимировна

Кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры математических методов и информатики в экономике
Волгоградского государственного университета
ovku@mail.ru
Проспект Университетский, 100, 400062 г. Волгоград, Российская Федерация

Тинякова Виктория Ивановна

Доктор экономических наук, профессор кафедры информационных технологий и математических методов в экономике
Воронежского государственного университета
tviktoria@yandex.ru
Площадь Университетская, 1, 394006 г. Воронеж, Российская Федерация

Аннотация. Обсуждаются методологические аспекты регулирования финансового рынка в условиях глобализации. Анализируется зарубежный опыт построения организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка. Обосновывается, что необходимым условием совершенствования системы регулирования финансового рынка является формирование его эффективной институциональной модели. С учетом зарубежного опыта и рамок институционального подхода формулируются рекомендации по совершенствованию системы регулирования финансового рынка России.

Ключевые слова: финансовый рынок, институциональная модель финансового рынка, регулирование финансового рынка, институты финансового рынка, финансовые отношения.

В последнее время ведущие мировые державы уделяют все большее внимание реформированию систем финансового регулирования. Происходит это в виду всё возрастаю-

щей конкуренции на рынке капитала и глобализации. Оптимизация отечественной системы финансового регулирования требует, на наш взгляд, особо пристального внимания в

связи с планами по интеграции России в мировое экономическое сообщество, созданием в России мирового финансового центра.

Тот факт, что мировые финансовые рынки после кризиса 2008–2009 гг. пришли в некоторое равновесие вовсе не означает, что вопрос совершенствования механизма регулирования должен отойти на второй план. Совершенствование механизма регулирования деятельности на финансовом рынке России должно носить системный характер и основываться на прочной методологической основе. Это подразумевает постановку целей регулирования, определение его объектов и модели функционирования, в основу которой может быть положен институциональный подход.

Предложения в области совершенствования функционирования финансового рынка должны основываться на четком понимании целей, соответствующим ключевым задачам развития экономики России. Очевидно, что наряду со стабильностью и устойчивостью функционирования, финансовый рынок страны должен обеспечивать аккумуляцию и движение долгосрочных инвестиций, которые бы обеспечивали модернизацию экономики страны. Еще несколько лет назад можно было отнести лишь к числу задач такое направление как обеспечение стабильности. Однако кризисные реалии во всех странах мира вывели вопрос обеспечения стабильности в число стратегических целей функционирования финансового рынка.

В общем виде методология регулирования финансового рынка должна формироваться с учетом конечных целей и содержания процесса регулирования, его юридических типов и объектов [1]. В качестве основных целей необходимо выделить:

- защиту интересов участников рынка;
- снижение системных рисков;
- обеспечение эффективной и прозрачной работы рынка.

Необходимо определить, в чьих интересах осуществляется построение механизма регулирования финансового рынка, то есть на защиту каких категорий участников ориентирован данный механизм в первую очередь. На финансовых рынках развитых стран во главу угла ставятся интересы частных инвесторов. В России законодательство по защите прав и

законных интересов инвесторов носит фрагментарный и зачастую бессистемный характер. Так, например, до сих пор остаются неразрешенными вопросы защиты прав миноритарных акционеров, сохраняется возможность совершения неправомерных действий с реестрами, что приводит к списанию ценных бумаг с лицевых счетов владельцев без ведома последних. Крайне неоднозначны законодательные моменты, регламентирующие процесс формирования и предоставления отчетности клиентам в рамках договоров индивидуального доверительного управления. Так, управляющие компании фактически могут получать одну доходность, а в отчетности для клиентов отображать другую. Кроме того, управляющие компании в рамках деятельности по управлению активами паевых инвестиционных фондов располагают вполне законными инструментами по искусственному улучшению показателей финансовой отчетности для целей предоставления частным инвесторам. Проблемной точкой является фактическая незащищенность частного инвестора от процесса манипулирования ценами.

Весьма спорным остается вопрос конфликта интересов во взаимоотношениях брокеров и управляющих компаний с их клиентами. Согласно действующему законодательству, ущерб, возникший в результате конфликта интересов, не подлежит возмещению за счет средств профучастника, если клиент заранее предупрежден о возможности такого конфликта. При этом согласно законодательству, под конфликтом интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, понимается противоречие между имущественными и иными интересами профессионального участника рынка ценных бумаг и (или) его работников, осуществляющих свою деятельность на основании трудового или гражданско-правового договора, и клиента профессионального участника, в результате которого действия (бездействия) профессионального участника и (или) его работников причиняют убытки клиенту и (или) влекут иные неблагоприятные последствия для клиента. В рамках действующих правовых норм зачастую не представляется возможным отслеживать моменты, связанные с возникновением и наступлением последствий

указанного конфликта интересов. Это подтверждает тезис о том, что действующий на сегодняшний день механизм регулирования финансового рынка не ориентирован на частного инвестора, что, повторимся, противоречит практике экономически развитых стран. Все это негативно сказывается на процессе формирования доверия частных инвесторов к российскому финансовому рынку.

Следующим блоком вопросов, требующим качественной методологической проработки, является определение приоритетных объектов регулирования. В качестве таковых могут выступать:

- участники рынка (эмитенты, инвесторы, профессиональные участники, организации инфраструктуры);
- виды деятельности (профессиональные виды деятельности, эмиссионная, инвестиционная и др.);
- виды рыночных операций (посреднические, спекулятивные, залоговые, трастовые и др.);
- инструменты («финансовые продукты»).

В последнее время представителями профессионального сообщества высказывается тезис о том, что регулирование отрасли должно базироваться на надзоре за инструментами (например, «продуктовый» подход), тогда как в настоящее время надзор организован различными ведомствами в разрезе функциональной специфики того или иного участника рынка, причем взаимосвязь между регулирующими рынком ведомствами зачастую отсутствует. Говорить о контроле над инструментами нецелесообразно, потому как нет «плохих» или «хороших» инструментов финансового рынка. Существуют инструменты с разным уровнем риска, различной спецификой и целями использования, но эти моменты являются объективными и предопределены самой природой того или иного инструмента. Следовательно, речь должна идти не о надзоре за инструментами как таковыми, а о регулировании процедур и условий их выпуска, а также деятельности участников финансового рынка, в том числе операций последних с теми или иными финансовыми инструментами.

Анализ зарубежной практики [3; 4] позволяет выделить две основные модели построения организационно-экономического механизма регулирования: по секторальному (ве-

домственному) принципу, когда регулирование осуществляется различными органами управления дифференцированно по группам финансовых институтов, и по функциональному (целевому) принципу, при котором функции установления норм, контроля, надзора или защиты прав инвесторов осуществляются различными органами управления.

Большинство развитых финансовых рынков в таких странах, как Австралия, Великобритания, Германия, Нидерланды, Япония и др. в последние 20 лет постепенно перешли к модели функционального (целевого) регулирования. На крупнейшем в мире финансовом рынке США начиная с 1999 г. осуществляется регулирование, дифференцированное в большей мере по группам финансовых инструментов, чем по видам финансовых институтов. В ряде стран с развивающимися финансовыми рынками, включая Венгрию, Испанию и др., осуществляется переход к модели функционального (целевого) регулирования финансового рынка.

С учетом завершения процесса формирования в России экономической потребности в развитом финансовом инструментарии, с одной стороны, и созданием основной категорий участников рынка и обслуживающей их инфраструктуры – с другой, можно сделать вывод о целесообразности постепенного перехода российского финансового рынка от ведомственной к функциональной (целевой) модели организационно-экономического механизма его регулирования. При построении организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка предлагается исходить из необходимости выделения трех уровней регулирования:

- законодательные органы;
- государственные регулирующие органы;
- саморегулируемые организации (далее – СРО).

Функционирование законодательных органов в составе организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка выражается в законотворческой деятельности Федерального собрания РФ и должно постепенно приводить к законодательному закреплению положений нормативных актов ведомств, подтвердивших на практике свою эффективность.

В системе органов государственного регулирования, осуществляющих управленческие функции по отношению к финансовому рынку (функции регулятора), в качестве наиболее значимых субъектов регулирования следует назвать Правительство РФ, ФСФР, Минфин, Росфинмониторинг и Банк России. К сожалению, на правительственном уровне отсутствует полноценная система координации усилий экономических ведомств на финансовом рынке, в том числе в отношении подготовки проектов законодательных актов.

Деятельность ФСФР базируется на заложенной в предшествующее десятилетие традиции совмещения нормотворческих и надзорных полномочий, что отрицательно сказывается на качестве и тех и других. ФСФР России не установлены сроки и последовательность административных процедур и действий, не регламентирован выбор вида санкции за допущенные участником рынка нарушения требований законодательства. Система консультаций с профессиональными участниками по результатам проверки их деятельности, действующая на цивилизованно регулируемых рынках, отсутствует. Таким образом, действующий на российском финансовом рынке механизм государственного регулирования, по-прежнему характеризуется бюрократическими методами его осуществления, наличием многочисленных, в том числе административных, барьеров для привлечения инвестиций и внедрения инноваций.

Функции регулирования финансового рынка должны быть возложены не только на законодательные органы и специальные органы государственного управления, но и на саморегулируемые организации участников рынка. На финансовых рынках индустриально развитых стран СРО являются их неотъемлемой составляющей, образуя самостоятельный уровень механизма регулирования. Например, на уровне Евросоюза в области развития инфраструктуры финансового рынка многие технологические и правовые инициативы исходят от международных саморегулируемых организаций, таких как S.W.I.F.T., EACSD (Европейская ассоциация центральных депозитариев), ISSA (Международная ассоциация по ценным бумагам), не говоря уже про крупнейшие биржи, как наднациональные саморегулируемые рынки.

В целях оптимизации функций ФСФР, имея в виду ее объективно необходимую трансформацию в надзорный орган, действующий на принципах мегарегулирования, было бы целесообразно рассмотреть вопрос о целесообразности передачи СРО следующих полномочий:

- разработка правил и стандартов профессиональной деятельности в качестве ее нормативной основы;
- контроль за их соблюдением;
- выработка квалификационных требований к специалистам рынка ценных бумаг.

С другой стороны, деятельность существующих СРО финансового рынка также нуждается в организационной перестройке на следующих принципах:

- обязательность членства в СРО или как минимум обязательность соблюдения стандартов СРО всеми участниками рынка;
- создание механизмов принуждения к исполнению стандартов;
- формирование в структуре СРО обособленных подразделений, ответственных за разработку и принятие стандартов, выполняющих контрольную функцию;
- развитие мер материальной ответственности СРО и их членов за нарушение прав инвесторов, правил и стандартов профессиональной деятельности и этики.

В основе методологической проработки системы регулирования финансового рынка России должна быть модель его институциональной организации. Содержание, которое вкладывается различными исследователями в понятие институциональной структуры рынка, требует дополнительных исследований. По нашему мнению, сводить институциональную организацию финансового рынка к совокупности участников-институтов, регуляторов и элементов инфраструктуры методологически некорректно, а представление финансового рынка с точки зрения институциональной науки имеет не только научный смысл, но и практическое значение для организации эффективного регулирования финансового рынка.

В различных сферах деятельности институциональный подход открывает большой потенциал для организации и упорядочивания экономических отношений, формирует для них комфортную окружающую среду, обеспечива-

ет их устойчивое развитие. Важно подчеркнуть, что основное назначение институтов в экономике не в том, чтобы быть просто правилами игры, а именно в функциональной организации взаимодействия людей, групп, организаций [2]. Институциональный подход в экономике позволяет комплексно посмотреть на круг возможностей организаций, а регулирование на его основе и при понимании законов и закономерностей его функционирования – трансформировать границы возможностей самих участников экономических отношений.

Институциональная парадигма открывает новые возможности исследования отношений на финансовом рынке. Применение такого подхода является целесообразным в силу следующих причин:

- во-первых, благодаря институциональному подходу мы получаем возможность идентифицировать существенные характеристики, которые, в свою очередь, обеспечивают устойчивость финансовых отношений. Иными словами, институты непосредственно воздействуют на экономические отношения;

- во-вторых, транзакционные издержки в рамках новой институциональной теории могут быть рассмотрены в качестве одной из базисных категорий. Данное обстоятельство предопределяет наличие особого класса компаний, деятельность которых связана с оказанием транзакционных услуг (посредничество в процессе перераспределения сбережений и инвестиций, взаиморасчетов, передачи прав собственности на активы различных типов);

- в-третьих, неоинституциональная парадигма основана на эволюционном подходе к исследованию экономических явлений и процессов. Таким образом, это может служить основой изучения сложноорганизованных, зачастую неустойчивых, систем в переходный период их развития, определять возможность поиска форм их структурирования. В связи с этим построение прогрессивной конфигурации обновленных институциональных форм выступает ключевой задачей реформирования финансовых отношений;

- в-четвертых, данный подход позволяет вывить корреляцию глобальных (мировых долгосрочных) тенденций развития рынков и локальных экономических процессов.

Финансовые отношения можно отнести к относительно новой области применения

институционального подхода, тем более, если взять такой аспект, как регулирование финансового рынка. Основным критерием для выделения моделей финансовых рынков и их институциональной структуры является степень участия фондового рынка и банковской системы в обеспечении корпоративного финансирования. Говоря языком институциональной науки, одной из основ функционирования и развития финансового рынка является изначальное предпочтение субъектом того или иного способа привлечения капитала. Отсюда следует, что представление эффективного механизма регулирования финансового рынка должно основываться, в том числе, и на понимании, какая модель привлечения капитала доминирует в стране.

Одним из необходимых условий для формирования эффективной институциональной модели российского финансового рынка является наличие четкого представления о его основных участниках. Попытка терминологического объединения разрозненных участников финансового рынка на законодательном уровне и, следовательно, тех сегментов, на которых они работают, содержится в федеральном законе «О защите конкуренции». Последний определяет, что финансовая услуга – «это банковская услуга, страховая услуга, услуга на рынке ценных бумаг, услуга по договору лизинга, а также услуга, оказываемая финансовой организацией и связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств юридических и физических лиц». Под финансовой организацией понимается «хозяйствующий субъект, оказывающий финансовые услуги, – кредитная организация, кредитный потребительский кооператив, страховщик, страховой брокер, общество взаимного страхования, фондовая биржа, валютная биржа, ломбард, лизинговая компания, негосударственный пенсионный фонд, управляющая компания инвестиционного фонда, управляющая компания паевого инвестиционного фонда, управляющая компания негосударственного пенсионного фонда, специализированный депозитарий инвестиционного фонда, специализированный депозитарий паевого инвестиционного фонда, специализированный депозитарий негосударственного пенсионного фонда, профессиональный участник рынка ценных бумаг».

Субъекты профессиональной деятельности, оказывающие услуги эмитентам, инвесторам и друг другу целесообразно объединить понятием институты финансового рынка. В состав указанных институтов могут войти:

- институциональные инвесторы;
- операторы финансового рынка;
- инфраструктура финансового рынка;
- институты вспомогательных услуг.

Законодательное регулирование деятельности обозначенных институтов, в основном, включает установление лицензионных требований к их деятельности со стороны государственного регулирующего органа. В то же время, процедуры лицензирования являют собой на практике административные барьеры, затрудняющие выход на рынок новых участников.

Институциональные инвесторы (инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании, управляющие компании и коммерческие банки) инвестируют в экономику временно свободные средства граждан и юридических лиц с целью получения инвестиционного дохода. Однако остаются ограниченными возможности, предоставляемые государством, для выбора или изменения соответствующих типов организации институциональных инвесторов. Причиной этого является неразвитость правовых основ доверительного управления. Индустрия акционерных инвестиционных фондов не получила широкого развития в частности, из-за трудностей, сопряженных с налогообложением и недоверием индивидуальных инвесторов. Страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, общества взаимного страхования пока в недостаточной степени наделены полномочиями институциональных инвесторов.

Под операторами финансового рынка, стоит понимать его участников, на профессиональной основе оказывающих услуги инвесторам и организаторам выпуска финансовых инструментов по совершению сделок (операций) с финансовыми инструментами:

- операторы фондового рынка (брокеры, дилеры, инвестиционные банки);
- доверительные управляющие (доверительные управляющие ценными бумагами, управляющие компании);
- кредитные организации (банки, небанковские кредитные организации, общества взаимного кредита);

– страховщики (страховые компании, пенсионные фонды, общества взаимного страхования);

– прочие операторы финансового рынка (лизинговые компании, ипотечные агенты, страховые брокеры).

Деятельность большинства операторов финансового рынка подлежит обязательному лицензированию в соответствии с действующим законодательством. Участник рынка ценных бумаг может иметь одновременно лицензию брокера, дилера и доверительного управляющего ценными бумагами. Наиболее развитый вариант такого сочетания видов деятельности представляет собой инвестиционный банк, однако в российском законодательстве деятельность в качестве инвестиционного банка не определена, что является существенным препятствием для развития рынка финансовых услуг.

Еще одним неотъемлемым элементом, понимание которого важно при обсуждении формирования модели финансового рынка, является понятие его инфраструктуры. В самых разнообразных описаниях любой специально организованной рыночной среды этот термин широко используется. Например, на рынке ценных бумаг инфраструктура обычно функционально определяется тем, что способствует заключению сделок и выполнению информационной поддержки эмитентов, инвесторов и профессиональных посредников. В качестве инфраструктуры финансового рынка можно принять совокупность финансовых институтов, осуществляющих по отношению к институциональным и иным инвесторам, а также к операторам рынка функции по обслуживанию сделок с финансовыми инструментами (торговле, расчетам и учету их результатов), совершаемых с их участием или в их интересах. Ее основными элементами являются:

- торговая система (биржи, внебиржевые торговые площадки);
- учетная система (регистраторы и депозитарии);
- расчетная система (клиринговые и расчетные организации).

В настоящее время развитие новых технологий, автоматизация торговли и интернет-трейдинг стирают национальные границы между рынками капитала, устанавли-

вают непосредственные связи между инвесторами и потребителями капитала. Правовой, организационной и технологической средой для проведения операторами рынка сделок с финансовыми инструментами, учета результатов торговли служит инфраструктура финансового рынка.

По мнению авторов, в России могли бы найти применение некоторые решения, реализованные при реформировании систем финансового регулирования США и Евросоюза:

1. Принятие дифференцированных требований к достаточности банковского капитала в фазы экономического спада и подъема.

2. Создание агентства защиты прав частных инвесторов для сбора, анализа и представления рекомендаций регулятору, а также обеспечения взаимодействия регулятора и участников рынка.

3. Ужесточение требований к рейтинговым агентствам.

4. Выстраивание взаимодействия отечественных регуляторов с регуляторами ведущих мировых держав.

Кроме того, можно рекомендовать:

– улучшить качество и эффективность пруденциального регулирования и надзора. Это потребует нового уровня взаимодействия от регулятора и центробанка со структурами, обеспечивающими национальное и международное взаимодействие;

– провести переоценку деятельности регуляторов с точки зрения устранения ненуж-

ного дублирования, усложнения, пробелов в регулировании, сокращая потенциальные возможности для регуляторного арбитража, улучшая координацию в регуляторной сфере;

– подтвердить независимость регуляторов от политического и рыночного давления и провести оценку потребностей по улучшению качества и адекватности источников информации, необходимых для данных структур.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Закон РФ № 135-ФЗ «О защите конкуренции» от 26.07 2006 г. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: http://www.fas.gov.ru/legislative-acts/legislative-acts_9498.html. – Загл. с экрана.

2. Иншаков, О. В. Место институционализма в экономической науке / О. В. Иншаков, Д. П. Фролов // Экономист. – 2005. – № 10. – С. 39–44.

3. Ломтатидзе, О. В. Методологические аспекты совершенствования системы регулирования финансового рынка / О. В. Ломтатидзе, В. И. Тинякова // Современная экономика: проблемы и решения. – 2012. – № 12 (36). – С. 152–162.

4. Global Financial Development Report 2013: Rethinking the Role of the State in Finance. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.worldbank.org/financialdevelopment>. – Title from screen.

5. Thorsten, B. Financial Institutions and Markets across Countries and over Time / B. Thorsten, A. Demirgüç-Kunt, L. Ross // World Bank Economic Review. – 2010. – № 24 (1). – P. 77–92.

**INSTITUTIONAL MODEL OF FINANCIAL MARKETS:
ISSUES OF CONCERN TO IMPROVE REGULATION**

Lomtaticdze Ol'ga Vladimirovna

Ph.D., Assistant Professor of Finance, Accounting and Securities of the Ural Institute of the Stock Market, a Doctoral Volgograd State University
ovku@mail.ru
Prospect Universitetsky, 100, 400062 Volgograd, Russian Federation

Tiniakova Victoriia Ivanovna

Doctor of Economics, Professor, Department of Information Technology and Mathematical Methods in Economics
Voronezh State University
tviktoria@yandex.ru
Universitetskaya Ploshad, 1, 394006 Voronezh, Russian Federation

Abstract. We discuss the methodological aspects of the regulation of the financial market in the context of globalization. The international experience of building the organizational and economic mechanism of regulation of the financial market is analyzed. It is proved that a necessary condition for improving the system of regulation of the financial market is the formation of its effective institutional model. The authors represent the international experience and institutional framework approach provides recommendations for improving the system of regulation of the financial market of Russia.

Key words: financial market, institutional model of financial market, financial market regulation, financial market institutions, financial relations.