Дмитрий КОНДРАТЬЕВ

Влияние кризиса на инфраструктуру рынка ценных бумаг

Российский рынок ценных бумаг (РЦБ) находится в стадии формирования и по большинству показателей пока отстает от РЦБ наиболее развитых стран. Его емкость недостаточна для того, чтобы обеспечить инвестиционные потребности производственной сферы, и самое главное, темпы развития российского РЦБ не позволяют быстро сократить отставание от мировых лидеров. Без специальных мер по ускорению развития такое положение сохранится.

Необходимые преобразования финансовой системы, безусловно, будут масштабными и дорогостоящими. В реализации таких мер альтернативы государственному участию, на наш взгляд, не существует. Именно государству следует взять на себя роль лидера и основную долю расходов по созданию эффективной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Это позволит сократить время и обеспечит ускоренное наращивание объема финансовой системы.

В условиях финансовой глобализации интеграция российского финансового рынка в мировую финансовую систему может усилить его подверженность влиянию глобальных финансовых кризисов и сделать рынок ценных бумаг менее устойчивым. Вот почему это должно сопровождаться мерами по снижению прямой зависимости от состояния других, даже самых крупных, рынков*.

Развитие международного финансового центра (МФЦ) в России неразрывно связано с созданием эффективной и конкурентоспособной инфраструктуры рынка ценных бумаг, под которой прежде всего понимаются биржевая инфраструктура, законодательство, инфраструктура регулирующих органов. При соответствии основных элементов инфраструктуры РЦБ лучшим мировым стандартам такие показатели, как увеличение количества участников, рост ликвидности финансовых активов, рост капитализации рынка и снижение его волатильности, уменьшение подверженности влиянию мировых экономических кризисов и другие, будут улучшаться благодаря воздействию объективных закономерностей развития экономических систем.

Кризис 2008-2009 гг. развеял миф о совершенстве ведущих мировых финансовых центров. Наиболее пострадавшими, по оценкам Z/Yen Group, опубликованным в марте 2010 г. в докладе «Global Financial Centers 7», являются МФЦ Лондона, Нью-Йорка, Рейкьявика, Дубаев, Каймановых островов. Кризису подверглись даже самые большие и высокоразвитые финансовые центры. Их системы регулирования оказались несовершенными. Поэтому важной частью работы по созданию МФЦ в России должен стать анализ недостатков в системах регулирования финансовых рынков этих стран. На наш взгляд, необходимо повысить роль координирующих центров по изучению форм и методов защиты российского финансового рынка от мировых кризисов. В настоящее время существуют только разрозненные исследовательские работы в этой области, выводы которых пока не интегрированы и не легли в осно-

* В этой связи важно, на наш взгляд, учитывать заявления бывшего главы Федеральной резервной системы США Алана Гринспена о том, что мировая финансовая глобализация не является необратимым явлением. См.: [1].



Дмитрий КОНДРАТЬЕВ – командир пилотируемого космического корабля «Союз ТМА-20». Полковник ВВС РФ, военный летчик 1-го класса, космонавт Российского космического агентства. Окончил Качинское высшее военное авиационное училище летчиков имени А.Ф. Мясникова, Московский государственный университет экономики, статистики и информатики, Военно-воздушную академию имени Ю.А. Гагарина. С 1999 г. – космонавт-испытатель. В 2006 г. назначен командиром группы космонавтов отряда РГНИИ ЦПК. В 2010 г. прошел полный курс подготовки к полету в качестве бортинженера МКС и командира ТК «Союз-ТМА» дублирующего экипажа 20-й экспедиции на МКС. В декабре 2010 г. совершил свой первый космический полет в составе экипажа ПКК «Союз ТМА-20». С 2009 г. – аспирант РАГС, кафедра управления государственным сектором.

ву государственной программы по созданию МФЦ.

Повлиял кризис и на методы оценки конкурентоспособности МФЦ. В частности, изменился набор параметров, по которым оценивалась его конкурентоспособность (см. **таблицу**).

Таблица. Изменения параметров оценки МФЦ в индексе конкурентоспособности мировых финансовых центров

	2008 г.	2010 г.
1	Персонал	Бизнес-окружение
2	Бизнес-окружение	Персонал
3	Доступ к рынкам	Инфраструктура
4	Инфраструктура	Общая конкурентоспособность
5	Общая конкурентоспособность	Доступ к рынкам

Как видно из таблицы, на первое место вышел параметр «бизнес-окружение», который определяет легкость ведения бизнеса, в том числе прозрачную и понятную систему законодательства, защиту прав инвесторов, быстрый доступ к справедливому решению юридических споров. Повысились требования к инфраструктуре рынков, которые обеспечивают проведение всех форм и видов финансовых операций. Параметр, определяющий свободу доступа к финансовым рынкам, переместился на пятое место в связи с унификацией процедур работы финансовых рынков и быстрым развитием информационных технологий, которые стали доступны даже развивающимся рынкам.

Учет этих тенденций позволит заложить основы конкурентоспособности российского МФЦ в будущем. Простое копирование лучших текущих инфраструктурных конструкций ведущих мировых МФЦ, особенно по отдельно взятому критерию конкурентоспособности, без создания единого взаимосвязанного комплекса ключевых параметров может привести к возникновению инфраструктурных перекосов и, как следствие, к неэффективному функционированию всего финансового рынка. Схожая ситуация наблюдается на российском рынке ценных бумаг. Поэтому велика опасность, что при отсутствии комплексного подхода в сфере государственного регулирования и саморегулирования создание конкурентоспособного МФЦ в России в краткосрочной и среднесрочной перспективе станет проблематичным.

Система регулирования рынка ценных бумаг должна, на наш взгляд, соответствовать базовым принципам регулирования, принятым Международной организацией по регулированию рынков ценных бумаг [2], во-первых, для интеграции богатого международного опыта в российскую систему, во-вторых, для создания благоприятных условий иностранным инвесторам, которые уже привыкли работать в таком режиме.

Законодательное регулирование финансового сектора в мировой практике имеет две различные по своей сути системы, построенные на законодательстве и традициях, принятых в этих странах. В их основе лежат две модели регулирования, которые отличаются по степени детализации процесса. Первый принцип основан на полной и глубокой кодификации государством правил регулирования финансовых рынков и инструментов (rule based regulation). Это так называемая романо-германская модель. Второй принцип основан на регулировании государством только общих принципов работы финансовых рынков, а более глубокое и подробное регулирование предоставлено саморегулируемым организациям (principle based regulation). Это англосаксонская модель.

Каждая модель имеет свои достоинства и недостатки для уже сформировавшихся финансовых рынков. Применение первой позволяет государству более строго контролировать финансовую деятельность участников рынка. Но при этом финансовая система становится политически ангажированной. Привлекательность финансового рынка в целом для спекулятивных операций снижается, но всегда позволяет обеспечивать приоритетную защиту национальных экономических интересов. Подробное, прозрачное и понятное регулирование финансового рынка располагает к долговременному институциональному инвестированию. Примером такого регулирования могут служить США.

Вторая модель позволяет финансовому рынку быть более гибким и быстрее адаптироваться к инновациям. Это способствует повышению его конкурентоспособности и привлекательности для спекулятивных операций (краткосрочные портфельные инвестиции в наиболее ликвидные ценные бумаги и производные финансовые инструменты). Пример второго принципа регулирования – финансовые рынки Сингапура, Лондона, Гонконга как варианты англосаксонской модели. Однако такая система слишком открыта и в значительной степени подвержена возможности импорта кризиса.

При формировании российского РЦБ, по нашему мнению, необходимо учитывать особенности внутреннего рынка ценных бумаг в исторической динамике развития. Применение англосаксонской системы у нас преждевременно из-за несовершенства системы законодательства и отсутствия финансовой глубины рынка. Кроме изменения законодательства, необходимо время, чтобы участники рынка сами адаптировались к новым правилам ведения бизнеса. Построение романо-германской модели гораздо ближе российской практике и должно пройти без значительных сложностей.

В настоящее время степень зрелости системы российского законодательства и, как следствие, юридическая эффективность и конкурентоспособность

финансового рынка не соответствуют мировым стандартам [3]. Это одна из главных проблем при создании в России МФЦ. Наиболее серьезными минусами являются отсутствие единой и логически строгой системы законодательства в области финансовых рынков, недостаточная развитость системы саморегулирования рынка ценных бумаг, избыточное число независимых друг от друга федеральных органов исполнительной власти и других структур, которые участвуют в регулировании РЦБ.

Международный опыт решения этих проблем может послужить прототипом (но не готовой моделью) для России. Например, Гонконг в 2003 г. упразднил десять законов, регулирующих сферу финансового рынка, и принял единый закон о ценных бумагах и фьючерсах (SFO) [4]. Этой практике последовали финансовые рынки Сингапура, Мумбаи и других государств, многие из которых являются признанными мировыми лидерами.

На наш взгляд, такой опыт полезен России. Должна быть проведена кодификация нормативно-правовой базы регулирования финансового рынка, в которую система регулирования РЦБ вводится как один из взаимосвязанных разделов. Это может быть сделано, например, в виде Кодекса финансового рынка. Работа потребует значительных финансовых и организационных ресурсов, но ее, по нашему мнению, необходимо начать уже сегодня.

Единая кодифицированная система регулирования РЦБ не противоречит и англосаксонской модели. По мере развития институтов рынка в российский кодекс могут быть внесены изменения, касающиеся расширения роли саморегулируемых организаций (СРО) в функционировании рынка ценных бумаг.

В деятельности органов управления в сфере финансовых рынков встречаются различные модели построения системы их регулирования – как с единым мегарегулятором, так и с множественными регулирующими органами, отвечающими за определенные сегменты рынка, а также комбинирование. Практика применения финансового законодательства в различных странах показывает, что эффективность работы зависит от функциональной оптимизации системы. Степень централизации регулятивных функций носит важный, но второстепенный характер. В странах с емким финансовым рынком и развитой экономикой отдельные сегменты финансового рынка достигают таких масштабов, что эффективность использования единого мегарегулятора значительно снижается и теряется конкурентоспособность. В таких структурах сохраняется разделение регулирующих органов по признакам сегментирования финансового рынка. Примерами являются США и Китай. Здесь системы разделены в соответствии с сегментами финансового рынка, что делает их более сложными по сравнению с централизованными системами регулирования.

Централизация регулирования позволяет предотвратить фрагментацию финансового рынка, создать единую среду регулирования, контроля и надзора и снизить издержки управления. Эта модель может работать эффективно в небольших по объему и глубине финансовых системах. Российский РЦБ на сегодняшний день входит в категорию развивающихся, поэтому модель регулирования с единым мегарегулятором будет, на наш взгляд, наиболее эффективной для российского финансового рынка на краткосрочную и среднесрочную перспективу. Централизация функций регулятора позволяет добиться прозрачности регулирования и эффективности надзора за участниками рынка. К тому же в настоящее время стираются различия между разными формами финансовых институтов в плане работы на финансовых рынках. Это повышает их конкурентоспособность благодаря созданию условий проведения финансовых операций клиентами, для которых использование «единого окна» при работе на различных финансовых рынках является весьма удобным.

Мировой кризис придал мощный импульс поиску новых подходов в совершенствовании инфраструктуры рынка ценных бумаг практически во всех странах. В этих условиях положение российских финансовых властей имеет ряд несомненных преимуществ: есть обширный международный опыт, позволяющий избежать явных ошибок; есть отчетливо выраженное стремление к ускоренному формированию конкурентоспособного международного финансового центра в стране; действуют разнообразные формы координации ведущих стран мира на пути перестройки архитектуры глобальных финансовых рынков, в которой Россия занимает достойное место. Все это открывает возможности выстраивания эффективной в долгосрочном плане инфраструктуры рынка ценных бумаг. Важно не упустить этот шанс.

Литература

1. *Greenspan A.* The age of the turbulence: adventures in a new world. M.: The Penguin Press, 2007. P.241.
2. Objectives and Principles of Securities Regulation. eStandardsForum. URL: http://www.estandardsforum.org/about_standards/objectives-and-principles-of-securities-regulation. (10 октября 2010 г.).
3. 12 Key Standards for a Sound Financial System. Financial Stability Board. URL: http://www.financialstabilityboard.org/cos/key_standards.htm (6 ноября 2010 г.).
4. Political and economic risk consultancy. URL:http://www.asiarisk.com/subscribe/data/ARP2010.pdf (25 мая 2010 г.).