

## РАЗВИТИЕ ТИПОЛОГИИ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В ЦЕЛЯХ МЕГАРЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ<sup>1</sup>

### THE DEVELOPMENT OF A BUSINESS ACTIVITY TYPOLOGY ON THE RUSSIAN SECURITIES MARKET IN ORDER TO MEGAREGULATE THE FINANCIAL MARKETS

И.Г. Горловская

I.G. Gorlovskaya

Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского

В условиях перехода к мегарегулированию финансовых рынков в России необходимо развитие типологии предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг. Автором предложены пять классификаций, позволяющих определить дифференцированный подход к регулированию предпринимательских структур на рынке ценных бумаг. 1. С точки зрения механизмов перераспределения денежных ресурсов предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг следует разделить на финансовое посредничество (косвенное финансирование) и деятельность, способствующую прямому финансированию экономических субъектов с дефицитом денежных средств (эмитентов). 2. Предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг, способствующую прямому финансированию экономических субъектов с дефицитом денежных средств (эмитентов), предлагается классифицировать по функциональному признаку с выделением консультационной деятельности; деятельности по учету прав на ценные бумаги и деятельности, обеспечивающей реализацию прав, вытекающих из ценных бумаг; торгово-посреднической деятельности; деятельности по управлению портфелями ценных бумаг; деятельности по организации торговли ценными бумагами и финансовыми инструментами; деятельности, способствующей ускорению расчетов по сделкам с ценными бумагами; деятельности, связанной с раскрытием информации на рынке ценных бумаг. 3. По степени регулируемости предпринимательская деятельность подразделяется на регулируемую и нерегулируемую деятельность. К регулируемой предпринимательской деятельности относятся все виды профессиональной деятельности в соответствии с Законом РФ «О рынке ценных бумаг», виды деятельности, обслуживающие финансовых посредников – инвестиционные фонды в соответствии с Законом РФ «Об инвестиционных фондах». К нерегулируемой деятельности отнесены инвестиционное консультирование, деятельность инвестиционных компаний, деятельность инвестиционных компаний в форме «финансовых пирамид» («схемы Понци»). 4. С точки зрения управления системным риском предложено разделить предпринимательские структуры на рынке ценных бумаг на особо крупные, взаимозависимые и взаимосвязанные (конгломераты) и др. 5. Классификация предпринимательских структур с точки зрения функций рынка ценных бумаг, а именно деление их на предпринимательские структуры, обслуживающие первичный рынок ценных бумаг (способствующие размещению ценных бумаг) и предпринимательские структуры, обслуживающие вторичный рынок ценных бумаг (способствующие обращению ценных бумаг), позволит мегарегулятору разработать комплекс мер поощрительного характера для первой группы и сконцентрировать свои усилия на контроле за второй группой предпринимательских структур.

Предлагаемые классификации охватывают все виды деятельности предпринимательских структур на рынке ценных бумаг, исключают структурно-элементный вакуум и позволяют ранжировать требования в целях регулирования предпринимательской деятельности в высокорискованной сфере экономики.

The transition to megaregulation of financial markets in Russia needs to develop a typology of entrepreneurial activity in the securities market. The author offers five classifications. They allow to define a differentiated approach to the regulation of business organizations in the securities market: 1. From the perspective of the mechanisms of money resources redistribution the entrepreneurial activity in the securities market should be divided into financial intermediation (indirect financing) and activities that facilitate the direct funding of economic subjects with deficiency of funds (issuers); 2. It is proposed to classify the entrepreneurial business in the securities market, contributing to the direct funding to issuers, based on a functional basis with allocation of: Consulting activities; Activities to incorporate the rights to securities; Activities to ensure the implementation of the rights arising from securities, trading and brokering activities; Portfolio management activities; Organizing of the trade in securities and financial instruments; Activities contributing to accelerate the settlement of securities transactions; Activities related to the disclosure of information on the securities market; 3. From the perspective of the degree of adjustability the entrepreneurship can be divided into regulated and unregulated activities. Regulated business activities are all professional activities in accordance with the Federal Law "On the Securities Market" as well as activities, serving financial intermediaries and investment funds in accordance with the Federal Law "On Investment Funds". Unregulated activities are investment consulting, activities of the investment companies and activities of investment companies in the form of "financial pyramids" ("Ponzi scheme"); 4. From the perspective of systematic risk management it is proposed to divide business organizations in the securities market into the: Especially large; Interdependent and interrelated (conglomerates); Others; 5. From the perspective of the securities market functions it is proposed to divide them into business organizations serving the primary securities market (enabling placement of securities) and business organizations serving the secondary securities market (promote circulation of securities). This will allow a megaregulator to develop a set of measures for the promotional nature of the first group and concentrate their efforts on controlling the second group of business structures.

Proposed classifications cover all the activities of entrepreneurship entities in the securities market, eliminate the lack of structural elements and allow ranking the requirements for the regulation of entrepreneurial activity in highly risky economic area.

*Ключевые слова:* предпринимательская деятельность, рынок ценных бумаг, мегарегулирование.

*Key words:* entrepreneurship, securities market, megaregulation.

<sup>1</sup> Работа проведена при финансовой поддержке Министерства образования и науки РФ в рамках государственного задания вузам в части проведения научно-исследовательских работ на 2014–2016 гг., проект № 2378.

В условиях достижения поставленных «Стратегией 2020» целей реализации проекта создания международного финансового центра в России и перехода на модель мегарегулирования финансовых рынков вопросы, связанные с развитием предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг (РЦБ), приобретают особое значение. Предпринимательская деятельность на РЦБ представляет собой самостоятельную экономическую деятельность, осуществляемую предпринимательскими структурами на свой риск и направленную на систематическое получение прибыли за счет предоставления финансовых услуг и/или торговли финансовыми инструментами [1, с. 5].

Несмотря на то, что предпринимательская деятельность на РЦБ является высоко значимой, её теоретические аспекты ограничиваются исследованием правовых основ функционирования соответствующих предпринимательских структур либо в конкретный временной период, либо в историческом аспекте [2]. Между тем развитие теоретических основ необходимо, во-первых, исходя из того, что деятельность по обслуживанию эмитентов и инвесторов на РЦБ могут осуществлять исключительно предпринимательские структуры; во-вторых, потому, что мегарегулирование финансовых рынков требует дифференцированного подхода к предпринимательским структурам на РЦБ в плане пруденциального надзора и регулирования.

Важной теоретической проблемой, на наш взгляд, является недостаточная разработанность типологии предпринимательской деятельности и предпринимательских структур на РЦБ как инструмента определения пруденциальных нормативов и правил регулирования для различных групп участников финансовых рынков. Между тем предпринимательскую деятельность на РЦБ современной России в целях надзора и регулирования можно классифицировать по нескольким основаниям.

*Первое.* С точки зрения механизмов перераспределения денежных ресурсов от экономических субъектов с избытком к экономическим субъектам с дефицитом денежных средств, предпринимательскую деятельность на РЦБ следует разделить на финансовое посредничество (косвенное финансирование) и деятельность, способствующую прямому финансированию экономических субъектов с дефицитом денежных средств (эмитентов).

В российской науке существует упрощенное представление о финансовом посредничестве: финансовое посредничество часто отождествляется с торговым [3, с. 21; 4, с. 12–13],

а отсюда делается вывод о необходимости применения единого подхода регулирования всех предпринимательских структур финансового рынка [5, разд. 3]. Между тем, в соответствии с развитой теорией финансового посредничества, к финансовым посредникам относятся предпринимательские структуры депозитного (коммерческие банки, инвестиционные банки, кредитные союзы), контрактного (страховые компании, пенсионные фонды) и инвестиционного (инвестиционные фонды, паевые (взаимные) фонды, финансовые компании) типа [6; 7].

Финансовое посредничество позволяет преобразовывать привлеченные денежные ресурсы, полученные «на входе» от экономических субъектов с избытком денежных средств для их дальнейшего использования («на выходе») с точки зрения трансформации объемов, сроков, рисков, финансовых инструментов [7, с. 46–47]. Классическими финансовыми посредниками на финансовых рынках, у которых существует собственный особенный предмет деятельности, выступают страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, а также коммерческие и инвестиционные банки<sup>1</sup>. На РЦБ финансовыми посредниками являются инвестиционные фонды, в которых перераспределение идет за счет обмена ценных бумаг самого фонда на денежные средства инвесторов («на входе») и последующего вложения привлеченных средств в ценные бумаги иных эмитентов («на выходе»). Особенностью российского законодательства является то, что инвестиционные фонды не могут осуществлять свою деятельность самостоятельно. Все действия, сделки и операции от имени инвестиционного фонда имеет право осуществлять управляющая компания (особая предпринимательская структура). Управляющая компания и специализированный депозитарий, обслуживающий инвестиционный фонд, образуют ядро инфраструктуры инвестиционного фонда как финансового посредника на РЦБ.

Предпринимательскую деятельность в форме финансового посредничества могут осуществлять только юридические лица, к которым предъявляются высокие лицензионные требования (например, достаточности собственных средств). В отличие от финансовых посредников, предпринимательские структуры, способствующие прямому финансированию эмитентов, на РЦБ не преобразовывают денежные ресурсы, а снижают организационные и информационные риски эмитентов и инвесторов. Если финансовые посредники снимают противоречия между спросом и предложением денежных ресурсов, то предпринимательские струк-

туры, способствующие прямому финансированию эмитентов, обеспечивают обмен ценных бумаг эмитентов на денежные средства инвесторов. Разделение предпринимательской деятельности на финансовое посредничество и деятельность, способствующую прямому финансированию эмитентов, с одной стороны, раскрывает механизмы разных типов предпринимательских структур и позволяет определить связанные с ними риски, с другой – ориентирует регулирующие органы на дифференциацию требований к соответствующим предпринимательским структурам. Особенно такое деление становится важным для мегарегулятора в целях определения пределов конструирования производственных финансовых инструментов и секьюритизации предпринимательскими структурами.

*Второе.* Дискуссионным является вопрос классификации предпринимательской деятельности на РЦБ, способствующей прямому финансированию экономических субъектов с дефицитом денежных средств (эмитентов). Теория финансового посредничества не дает ответа на поставленный вопрос, делает упор на исследовании экономических интересов эмитентов и инвесторов [8] и финансовых инструментов (акций, облигаций, производных финансовых инструментов) [9]. В российской науке можно выделить следующие точки зрения.

В.А. Галанов делит предпринимательские структуры РЦБ на профессиональных участников РЦБ и межрыночных профессиональных участников. К последним он относит коммерческие банки, рейтинговые агентства, информационные агентства, юридические, аудиторские, оценочные организации, обслуживающие участников разных рынков, в том числе РЦБ [10, с. 203].

А.Г. Ивасенко, Я.И. Никонова и В.А. Павленко к профессиональным участникам добавляют коммерческие банки, объясняя это тем, что «по целому ряду аспектов работа банков на фондовых рынках схожа с работой брокерских фирм и дилерских компаний» [11, с. 103].

Н.Л. Маренков выделяет профессиональную деятельность на РЦБ (семь видов) и профессиональных участников РЦБ, к которым, наряду с вполне традиционными (брокеры, дилеры, управляющие, клиринги, депозитарии, регистраторы, организаторы торговли ценными бумагами), относит еще и джобберов – специалистов по конъюнктуре РЦБ [12, с. 41–42].

В.А. Боровкова делит участников РЦБ по функциональному назначению на фондовых посредников (брокеров и дилеров) и организации, обслуживающие рынок, к которым отно-

сит организации, обеспечивающие заключение сделок (биржевые организаторы торговли и внебиржевые организаторы торговли), организации, обеспечивающие исполнение сделок (расчетные палаты, депозитарии и регистраторы), информационные агентства. В зависимости от профессиональной принадлежности выделяются профессиональные участники согласно видам профессиональной деятельности на российском РЦБ [13, с. 16–17].

Закон «О рынке ценных бумаг» с 1996 по 2013 г. определял семь видов профессиональной деятельности на РЦБ, которую могли осуществлять предпринимательские структуры. К профессиональной деятельности относилась брокерская деятельность, дилерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами, депозитарная деятельность, деятельность по ведению реестра, деятельность по организации торговли ценными бумагами, клиринговая деятельность. В 2013 г. последняя была исключена из состава профессиональной деятельности на РЦБ. Термин «профессиональная деятельность» не распространяется на специализированные виды деятельности предпринимательских структур, обслуживающих финансовых посредников – инвестиционные фонды, тем самым вносит некоторую понятийную путаницу: деятельность управляющих компаний и деятельность специализированных депозитариев инвестиционных фондов на российском РЦБ профессиональной деятельностью не является. С принятием Закона «Об организованных торгах» понятийный аппарат еще более усложнился: исчезло правовое понятие «фондовая биржа» (термин заменен на «биржу»), и как замена «организатора торгов» стал использоваться неоднозначный термин «торговая система». Между тем подобного рода изменения в действующем законодательстве приводят к увеличению транзакционных издержек предпринимательских структур, связанных с поддержанием соответствия лицензионным требованиям и условиям регулятора.

Предпринимательскую деятельность на РЦБ, способствующую прямому финансированию экономических субъектов с дефицитом денежных средств (эмитентов), предлагается классифицировать по функциональному признаку (в соответствии с характеристикой ценной бумаги) [14, с. 164–180]. Она подразделяется на:

- консультационную деятельность;
- деятельность по учету прав на ценные бумаги и деятельность, обеспечивающую реализацию прав, вытекающих из ценных бумаг;
- торгово-посредническую деятельность;

- деятельность по управлению портфелями ценных бумаг;
- деятельность по организации торговли ценными бумагами и финансовыми инструментами;
- деятельность, способствующую ускорению расчетов по сделкам с ценными бумагами;
- деятельность, связанную с раскрытием информации на РЦБ.

Предлагаемая классификация охватывает все виды деятельности предпринимательских структур на РЦБ, исключает структурно-элементный вакуум в целях регулирования предпринимательской деятельности в высоко рискованной сфере экономики.

*Третье.* Следующим важным классификационным признаком является степень регулируемости предпринимательской деятельности, поскольку деятельность на рынке ценных бумаг сопряжена с высокими рисками. Предпринимательская деятельность подразделяется на регулируемую и нерегулируемую. К регулируемой предпринимательской деятельности относятся все виды профессиональной деятельности в соответствии с Законом РФ «О рынке ценных бумаг», виды деятельности, обслуживающие финансовых посредников – инвестиционные фонды – в соответствии с Законом РФ «Об инвестиционных фондах» (см. табл. 1).

В табл. 1 представлены классификации предпринимательской деятельности в разрезе конкретных видов деятельности на российском РЦБ. Из таблицы следует, что часть видов предпринимательской деятельности (инвестиционное консультирование, деятельность инвестиционных компаний, деятельность инвестиционных компаний в форме финансовых пирамид («схемы Понци»)) вообще не регулируется государством. Это означает, что сфера деятельности свободна для входа предпринимателей, ориентированных исключительно на получение прибыли, не учитывающих социально-экономические последствия своей предпринимательской деятельности для общества и экономики. Превалирование личного экономического интереса в большей степени характерно для организации предпринимательских структур для инвестиционного консультирования и создания «финансовых пирамид». Федеральная служба по финансовым рынкам совместно с саморегулируемой организацией НАУФОР еще в 2009 г. подготовили поправки к закону «О рынке ценных бумаг» с целью введения на российском РЦБ института инвестиционного консультирования, но законодатель эту инициативу не поддержал. В 2014 г. НАУФОР повторно обра-

тилась к новому мегарегулятору – Банку России – с целью согласования законопроекта, предусматривающего ответственность инвестиционных консультантов, дающих письменные рекомендации инвесторам по вложениям в финансовые инструменты, исходя из предоставленной информации и на основании договора [15].

Что касается «финансовых пирамид», то, по данным Межрегионального управления Службы Банка России по финансовым рынкам, на 14 февраля 2014 г. в Уральском федеральном округе возбуждены уголовные дела в отношении 28 предпринимательских структур и еще 25 предпринимательских структур имеют признаки «финансовой пирамиды», в Сибирском федеральном округе эти данные составляют соответственно 35 и 27 предпринимательских структур, в Центральном федеральном округе – 29 и 18 [16–18]. Как видно, данные сильно разнятся, что свидетельствует об отсутствии информационной координации внутри самого мегарегулятора, а следовательно – об отсутствии необходимой и достоверной информации у инвесторов, что существенно увеличивает как системные риски для РЦБ, так и риски инвесторов-клиентов. Кроме того, государство теряет налоговые поступления от подобных предпринимательских структур [19].

*Четвертое.* С точки зрения мегарегулирования финансовых рынков, становится актуальной необходимость классификации предпринимательских структур с позиции управления рисками на РЦБ. Специфика предмета деятельности предпринимательских структур определяет особенности рисков, среди которых необходимо отдельно выделить риски предпринимательских структур и риски их клиентов, а также системные риски – риски РЦБ в целом как сферы перераспределения денежных ресурсов в экономике.

*Риски предпринимательских структур:*

Риски выбора вида деятельности (или видов деятельности при условии разрешения их совмещения). Эта группа рисков зависит от степени разработки коммерческой идеи, наличия достаточного первоначального капитала для вхождения в сферу РЦБ, понимания различий действий, направленных на получение собственного дохода (прибыли) и действий, направленных на обеспечение доходом (прибылью) потребителей. Особенности формирования уставного капитала предпринимательских структур на РЦБ не позволяют отнести этот вид предпринимательской деятельности к малому предпринимательству (следовательно, невозможно получить соответствующие преференции).

2. Правовые риски (риски изменения законодательства, правил осуществления и регулирования деятельности). Выделение этой группы рисков необходимо на современном этапе развития российской экономики, так как

непоследовательные спонтанные действия регуляторов непосредственно влияют на текущее состояние и перспективы предпринимательских структур на отечественном РЦБ (см. табл. 2).

Таблица 1

**Классификации предпринимательской деятельности  
в разрезе конкретных видов деятельности на российском РЦБ**

<i>Функциональное направление предпринимательской деятельности виды деятельности на РЦБ</i>	<i>Статус предпринимательской структуры</i>	<i>Степень регулируемости</i>
Консультационная деятельность Инвестиционное консультирование	непрофессиональный	нерегулируемые
Финансовое консультирование	непрофессиональный	регулируемые в рамках брокерской и дилерской деятельности
Учет прав на ценные бумаги и деятельность, обеспечивающая реализацию прав, вытекающих из ценных бумаг Деятельность по ведению реестров	профессиональный	регулируемые
Депозитарная деятельность, в том числе деятельность расчетного центрального депозитария	профессиональный	регулируемые
Деятельность специализированных депозитариев инвестиционных фондов, негосударственных инвестиционных фондов	непрофессиональный	регулируемые
Торгово-посредническая деятельность Дилерская деятельность	профессиональный	регулируемые
Брокерская деятельность	профессиональный	регулируемые
Андеррайтинговая деятельность	непрофессиональный	частично регулируемые в рамках брокерской деятельности
Деятельность инвестиционных компаний в том числе деятельность инвестиционных компаний в форме финансовых пирамид	непрофессиональный	нерегулируемые
Управление портфелями ценных бумаг Деятельность по управлению ценными бумагами (портфелями частных инвесторов)	профессиональный	регулируемые
Деятельность по управлению инвестиционными фондами, негосударственными инвестиционными фондами	непрофессиональный	регулируемые
Деятельность по управлению общих фондов банковского управления	непрофессиональный	регулируемые в рамках банковской деятельности
Организация торговли ценными бумагами и финансовыми инструментами Биржа (фондовая биржа)	профессиональный	регулируемые
Торговая система	профессиональный	регулируемые
Деятельность, способствующая ускорению расчетов по сделкам с ценными бумагами (клиринговая деятельность)	непрофессиональный	регулируемые
Деятельность, связанная с раскрытием информации на рынке ценных бумаг Рейтинговые организации	непрофессиональный	регулируемые
Деятельность по раскрытию информации	непрофессиональный	частично регулируемые

Таблица 2

**Количество действующих лицензий профессиональных участников РЦБ в Российской Федерации<sup>2</sup>**

<i>Виды профессиональной деятельности</i>	<i>2008</i>	<i>2010</i>	<i>2012</i>	<i>2014</i>
Брокерская деятельность	1 475	1 270	996	884
Дилерская деятельность	1 470	1 027	985	887
Деятельность по управлению ценными бумагами	1 286	929	887	782
Деятельность по организации торговли ценными бумагами	9	8	7	6
Клиринговая деятельность	10	13	11	–
Деятельность по ведению реестра	59	48	40	37
Депозитарная деятельность	789	738	649	615

Анализ данных Федеральной службы по финансовым рынкам и сменившего ее мегарегулятора Банка России показал, что в последнее время произошло резкое уменьшение количества профессиональных участников российского РЦБ: по сравнению с 2008 г. количество брокеров и дилеров снизилось на 41 %, управляющих ценными бумагами – на 40 %, регистраторов – на 38 %, депозитариев – на 22 %. Клиринговая деятельность вообще исключена из состава профессиональной деятельности на РЦБ. Укрупнение организаторов торговли привело к уменьшению их числа на 33 %. Основной причиной для изменения числа участников российского РЦБ служат некорректные и противоречивые действия регулятора в отношении установления требований к минимальному собственному капиталу [20, с. 27–32].

Особую озабоченность вызывает тот факт, что Банк России принял на себя функции мегарегулирования 1 сентября 2013 г., но спустя полгода не только не представил концепцию регулирования (или иной документ, в котором были бы отражены цели, задачи и механизмы регулирования), но и заявил о ликвидации службы Банка России по финансовым рынкам с последующим созданием девяти новых подразделений. Согласно Информации Банка России от 29 ноября 2013 г. «О реорганизации Службы Банка России по финансовым рынкам», в составе центрального аппарата Банка России будут созданы следующие подразделения:

- Департамент развития финансовых рынков;
- Департамент допуска на финансовые рынки;
- Департамент сбора и обработки отчетности некредитных финансовых организаций;
- Департамент страхового рынка;
- Департамент коллективных инвестиций и доверительного управления;
- Департамент рынка ценных бумаг и товарного рынка;
- Главное управление рынка микрофинансирования;
- Главное управление противодействия недобросовестным практикам поведения на финансовых рынках;
- Служба Банка России по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров.

Отсутствие программных документов мегарегулятора усиливает правовую неопределенность предпринимательских структур, а следовательно – повышает их риски.

*Риски клиентов предпринимательских структур* (риски предпринимательских структур, которые вследствие их значимости для клиентов выделяются в отдельную группу):

1. Учетные (депозитарные) риски. Эти риски возникают по отношению к финансовым инструментам, находящимся в собственности как самих предпринимательских структур, так и их клиентов – эмитентов, инвесторов и других предпринимательских структур – участников РЦБ. Поскольку практически все эмиссионные ценные бумаги в России выпускаются и/или обращаются в бездокументарной форме, возникают риски, связанные с учетом права собственности на эти ценные бумаги, с учетом перехода права собственности и реализацией прав, вытекающих из ценных бумаг. Несмотря на то, что регистраторы и депозитарии сами являются предпринимательскими структурами и подвержены системным рискам, рискам предпринимательских структур и др., они являются источником особых рисков для других участников РЦБ.

2. Операционные риски (риск убытка в результате неадекватных или ошибочных внутренних процессов, действий сотрудников и систем или внешних событий) [21]. Деятельность на РЦБ является специализированной и требует от предпринимателя, управляющего и наемных работников особых теоретических знаний и практических навыков, подтвержденных аттестатами специалистов финансового рынка. Предпринимательские структуры должны использовать сертифицированные программные продукты, разрабатывать внутренние технологические процедуры и регламенты. Особое внимание должно уделяться организации внутреннего контроля и специального внутреннего контроля.

Особенностью предпринимательской деятельности на РЦБ является то, что сами предпринимательские структуры призваны снимать риски с эмитентов и инвесторов, связанные с владением ценными бумагами, эмиссией, заключением и исполнением сделок с ценными бумагами. Такое положение усиливает ответственность предпринимательских структур перед клиентами, государством и обществом в целом.

Пока не существует четкой типологии группы *системных рисков* РЦБ. Это связано с тем, что понимание системы на РЦБ неоднозначно и подвижно [22, с. 11–26]. Чаще всего системный риск рассматривается с точки зрения инвестора и определяется как вероятность наступления потерь в результате паде-

ния РЦБ в целом, как недиверсифицируемый, несвязанный с конкретной ценной бумагой риск. А.В. Гусев определяет системные риски через их перечисление. Он относит к системным рискам риски неисполнения обязательств контрагентов по сделкам, риски снижения финансовой устойчивости участников рынка, риск потери ликвидности рынком, недобросовестная деятельность и нарушения прав инвесторов и т. д. [23]. Я.М. Миркин определяет системный риск как риск потерь, связанных с неблагоприятными изменениями на РЦБ в целом, вызванных «эффектом домино» на финансовом рынке и кризисом доверия среди инвесторов, создающим ситуацию общей неликвидности на рынке. Он считает, что системный риск вызывается концентрацией различных видов рисков на финансовом рынке, т. е. сосредоточением рисков, формирующим вероятность наступления потерь в величине, потенциально угрожающей финансовой устойчивости группы экономических агентов или финансовому рынку в целом или их способности осуществлять свои базовые операции / выполнять базовые функции финансового рынка. [24, с. 10]. В Стратегии 2020 в целях регулирования выделены риски финансовой устойчивости, недобросовестной деятельности и нарушения прав инвесторов и участников рынка. При этом здесь же указывается, что должны быть реализованы унифицированные подходы к регулированию рисков на финансовом рынке в соответствии с основными принципами эффективного банковского надзора, определенными Базельским комитетом по банковскому надзору [5, разд. VI]. Безусловно, указанные выше виды рисков оказывают существенное влияние на состояние финансовых рынков и, в частности, РЦБ, но вопрос о том, какие риски

следует относить к системным на РЦБ, остается окончательно не решенным.

Комитетом по платежным и расчетным системам Банка международных расчетов (Bank for International Settlements) совместно с Техническим комитетом Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) разработаны «Принципы для инфраструктур финансового рынка», согласно которым управление системным риском должно базироваться на регулировании предпринимательских структур, осуществляющих значительные объемы операций и перечисляющих крупные денежные средства, а также взаимосвязанных и взаимозависимых предпринимательских структур. При этом системный риск тесно связан с кредитным риском и риском ликвидности [25, разд. 2.0]. Советом по финансовой стабильности «Группы 20» сделаны рекомендации в отношении регулирования системно значимых финансовых институтов (СЗФИ), к которым относятся предпринимательские структуры, характеризующиеся существенным объемом и сложностью операций, системной взаимосвязанностью, сложностью заменяемости. Ухудшение финансового положения или нарушение деятельности СЗФИ может нанести существенный ущерб финансовой системе и экономике [26, с. 7].

Представляется, что в целях мегарегулирования предпринимательскую деятельность и предпринимательские структуры с точки зрения рисков следует разделить на следующие группы (см. табл. 3).

Предлагаемые классификации позволяют мегарегулятору сконцентрировать усилия по надзору за теми группами предпринимательских структур, которые могут являться потенциальными генераторами системного риска.

Таблица 3

#### Классификации предпринимательских структур с точки зрения рисков на РЦБ

<i>Вид риска</i>	<i>Предлагаемая классификация предпринимательских структур в целях мегарегулирования</i>
Системные риски	<ul style="list-style-type: none"> <li>• особо крупные;</li> <li>• взаимозависимые и взаимосвязанные (конгломераты);</li> <li>• прочие</li> </ul>
Учетные (депозитарные) риски	<ul style="list-style-type: none"> <li>• формирующие учетный риск (регистраторы, депозитарии, специализированные депозитарии ИФ; центральный депозитарий);</li> <li>• неформирующие учетный риск</li> </ul>
Операционные риски	<ul style="list-style-type: none"> <li>• высокорисковые;</li> <li>• среднерисковые;</li> <li>• низкорисковые</li> </ul>

*Пятое.* Значимость предпринимательских структур на РЦБ должна оцениваться не только с точки зрения результатов их деятельности

(получения прибыли от предложения финансовых услуг или осуществления сделок с ценными бумагами и финансовыми инструментами)

ми), но и с точки зрения выполнения РЦБ своих функций. Основной функцией РЦБ признается инвестиционная, в соответствии с которой эмитенты ценных бумаг получают денежные ресурсы от инвесторов в обмен на выпущенные ценные бумаги) [27, с. 26]. Реализованная инвестиционная функция предполагает достаточную развитость первичного РЦБ и его подчиненность целям развития эмитентов (промышленных, торговых организаций, организаций сферы услуг). Между тем мегарегулятор – Банк России – на своем сайте в разделе «Статистика. Финансовые рынки. Отдельные показатели рынка корпоративных ценных бумаг» приводит только три показателя: состояние фондовых индексов РТС и ММВБ и торговый оборот на ОАО «Московская биржа». Это свидетельствует о спекулятивной направленности как самого российского РЦБ, так и о соответствующем понимании функций РЦБ мегарегулятором. Сведения о первичном РЦБ в России остаются фрагментарными и неполными. Классификация предпринимательских структур с точки зрения функций РЦБ, а именно деление их на предпринимательские структуры, обслуживающие первичный РЦБ (способствующие размещению ценных бумаг) и предпринимательские структуры, обслуживающие вторичный РЦБ (способствующие обращению ценных бумаг), позволит мегарегулятору разработать комплекс мер поощрительного характера для первой группы и сконцентрировать свои усилия на контроле за второй группой предпринимательских структур.

Таким образом, предложенные классификации развивают представление об особенностях предпринимательской деятельности на РЦБ и могут быть использованы мегарегулятором в качестве методического инструментария для организации пруденциального надзора, регулирования и контроля за участниками РЦБ с учетом значимости их предпринимательской деятельности для финансовой системы и национальной экономики.

#### Примечания

<sup>1</sup> Инвестиционные банки характерны для зарубежной практики. В России все коммерческие банки являются универсальными, поэтому достаточно трудно разграничить в их деятельности инвестиционный бизнес от собственной инвестиционной деятельности, хотя с точки зрения финансовых рынков, универсальный коммерческий банк также является финансовым посредником.

<sup>2</sup> Сост. по данным ФСФР и Банка России за период с 2008 по 2014 г. Источник: <http://www.fcsm.ru/>; <http://www.cbr.ru/>.

1. Горловская И. Г. Влияние внешней среды на предпринимательскую деятельность на

рынке ценных бумаг // Вестн. Ом. ун-та. Серия «Экономика». – 2011. – № 1. – С. 5–13.

2. Асаул А. Н., Асаул Н. А., Фалтинский Р. А. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг / под ред. А. Н. Асаула. – СПб. : ИПЭВ, 2008. – 207 с.

3. Миркин Я. М. Стратегия развития рынка капиталов – 2020 // Экономические стратегии. – 2011. – № 12. – С. 18–31.

4. Батяева Т. А., Столяров И. И. Рынок ценных бумаг. – М. : ИНФРА-М, 2006. – 304 с.

5. Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 г. : утв. распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р «Об утверждении стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 г.». – Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».

6. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков : пер. с англ. – М. : Вильямс, 2006. – 880 с.

7. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги : пер. с англ. – СПб. : Питер, 2000. – 752 с.

8. Scholtens B., Wensveen D. The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain. – Vienna : SUEF, 2003.

9. Колб Р. В., Родригес Р. Дж., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты и рынки : пер. 2-го амер. изд. – М. : Дело и Сервис, 2003. – 688 с.

10. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 379 с.

11. Ивасенко А. Г., Никонова Я. И., Павленко В. А. Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования. – 2-е изд., перераб. – М. : КНОРУС, 2005. – 272 с.

12. Маренков Н. Л. Ценные бумаги. – М. : Московский экономико-финансовый институт ; Ростов н/Д : Феникс, 2003. – 608 с.

13. Боровкова В. А. Рынок ценных бумаг. – СПб. : Питер, 2005. – 320 с.

14. Горловская И. Г., Миллер А. Е. Регулирование услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг: идентификационно-структурный подход : моногр. – Омск : Изд-во ОмГУ, 2010. – 338 с.

15. Леонова К. Денежные советчики. Инвестиционных консультантов узаконивают в общих чертах // Коммерсантъ. – 2014. – 13 февраля. – С. 8.

16. Финансовые пирамиды / Межрегиональное управление Службы Банка России по финансовым рынкам в Уральском федеральном округе (г. Екатеринбург). – URL : <http://www.uralfcsm.ur.ru/catalog/59/> (дата обращения: 25.02.2014).



17. Финансовые пирамиды / Межрегиональное управления Службы Банка России по финансовым рынкам в Сибирском федеральном округе. – URL : <http://www.nsk.ffms.ru/informaciyaadlyainvestora/piramida/> (дата обращения: 25.02.2014).
18. Финансовые пирамиды / Межрегиональное управление Службы Банка России по финансовым рынкам в Центральном федеральном округе (г. Москва). – URL : [http://www.mosfund.ru/activities\\_ro/gramotnost/piramida/](http://www.mosfund.ru/activities_ro/gramotnost/piramida/) (дата обращения: 25.02.2014).
19. *Миллер А. Е.* Влияние реляционных отношений на взаимодействие налоговых органов и предпринимательских структур // *Налоги и финансовое право.* – 2010. – № 5. – С. 145–150.
20. Государственное регулирование и контроль финансовых рынков : моногр. / Р. Т. Балакина и др. – Омск : Изд-во Ом. гос. ун-та, 2013. – 271 с.
21. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы / Банк международных расчетов. – Базель, 2004. – URL : [http://www.cbr.ru/today/ms/bn/bz\\_1.pdf](http://www.cbr.ru/today/ms/bn/bz_1.pdf) (дата обращения: 25.02.2014).
22. *Горловская И. Г.* Теория и методология исследования РЦБ-услуг : моногр. – Екатеринбург : Изд-во УрГЭУ, 2009. – 196 с.
23. *Гусев А. В.* Управление системными рисками финансового рынка РФ // *Российское предпринимательство.* – 2010. – № 8. – Вып. 1 (164). – С. 127–131.
24. Мониторинг системного риска Российской Федерации на финансовых рынках : аналитический доклад / рук. Я. М. Миркин. – М., 2011. – 293 с. – URL : <http://www.eufn.ru/download/docs/uk/risk/risk.pdf> (дата обращения: 25.02.2014).
25. О документе Комитета по платежным и расчетным системам «Принципы для инфраструктур финансового рынка» : Письмо Банка России от 29 июня 2012 г. № 94-Т. – Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс» (дата обращения: 25.02.2014).
26. Обзор деятельности Совета по финансовой стабильности. Март 2013 / Центральный Банк Российской Федерации (Банк России). – URL : [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_stab/ODSFS\\_01032013.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_stab/ODSFS_01032013.pdf) (дата обращения: 25.02.2014).
27. *Молотников А. Е.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг. – М. : Стартап, 2013. – 552 с.