

УДК 338.46:336.76

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОСНОВА РЦБ-УСЛУГ

Горловская И.Г.

Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского

Подробная информация об авторах размещена на сайте

«Учёные России» - <http://www.famous-scientists.ru>

Статья посвящена РЦБ-услугам как особому виду услуг на финансовых рынках. РЦБ-услуги являются результатом снижения трансакционных издержек и преодоления проблемы асимметричности информации в процессе прямого и косвенного перераспределения денежных средств от сберегателей к инвесторам в форме ценных бумаг. Экономическое содержание РЦБ-услуг обусловлено перераспределительным характером отношений, возникающих между услугодателем и услугополучателем. Услугодателями выступают профессиональные субъекты рынка ценных бумаг. Услугополучателями являются сберегатели и инвесторы. Специфика РЦБ-услуг обусловлена особым двойственным характером ценных бумаг.

Оказание услуг на российском рынке ценных бумаг (РЦБ) профессиональными субъектами не вызывает сомнения, поскольку деятельность брокеров, дилеров, управляющих ценными бумагами, фондовых бирж является атрибутом рыночной экономики. «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг – это оказание услуг участникам данного рынка на компетентной и на коммерческой основе, в юридическом аспекте – только при наличии разрешения (лицензии) на это со стороны государства», - отмечает проф. В.А. Галанов [2]. В то же время в отечественной экономической литературе отсутствуют системные (комплексные) исследования, касающиеся природы этих специфических услуг. Значительное число публикаций по поводу услуг профессиональных субъектов на российском рынке ценных бумаг касается либо описания действующего законодательства в данной сфере, либо исследования технологического аспекта деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг в рамках императивных и диспозитивных (правовых) норм. В то же время перед государством как регулятором рынка ценных бумаг, участниками рынка (эмитентами и инвесторами) встают вопросы, требующие обоснования с точки зрения экономической теории. К ним, на наш взгляд, следует отнести вопросы о разграничении профес-

сиональной и непрофессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; вопросы, связанные с определением границ, требований и условий при лицензировании профессиональной деятельности; вопросы, связанные с квалификацией финансовых и нефинансовых услуг, с определением качества предоставляемых услуг. Ответы на эти вопросы могут быть получены только после того, как будет определена экономическая основа услуг на рынке ценных бумаг.

В отечественной литературе при исследовании деятельности профессиональных субъектов не редко делается ссылка на теорию финансового посредничества [6]. При этом авторы рассматривают традиционную зарубежную классификацию финансовых посредников: депозитного типа, контрактно-сберегательного типа, инвестиционного типа [3, 4], которая не всегда применима к российскому рынку ценных бумаг. Анализ зарубежной и отечественной литературы позволяет сделать вывод о том, что не корректно относить к финансовому посредничеству всю деятельность по предоставлению услуг на рынке ценных бумаг. Это связано с тем, что, в соответствии с устоявшейся терминологией, в мировой практике под финансовым посредничеством понимается деятельность, связанная с трансформацией активов (инструментов) [5]. В соответ-

вии с выявленным критерием в посредничестве на финансовых рынках следует выделять непосредственно финансовое посредничество и торговое посредничество. Финансовые посредники осуществляют перераспределение денежных ресурсов путем аккумуляции денежных средств физических и юридических лиц (сберегателей) в форме активов (инструментов) и предоставлении их в форме других активов (инструментов) другим субъектам (инвесторам). Поэтому традиционно к финансовым посредникам относят банки, страховые компании, пенсионные фонды и инвестиционные фонды. Торговые посредники осуществляют перемещение инструментов на финансовых рынках без их образования.

В то же время теория финансового посредничества применима и к торговому посредничеству на рынке ценных бумаг. Во-первых, торговые посредники также как и финансовые посредники сокращают трансакционные издержки в силу специализации, унификации деятельности, а концентрация финансовых, трудовых и материальных ресурсов позволяет им обеспечить экономию от масштаба при проведении операций и предоставлении услуг. Во-вторых, с помощью указанных видов посредничества решается проблема асимметрии информации при осуществлении сделок с финансовыми инструментами. В-третьих, в целом то и другое посредничество способствует становлению более эффективной и динамичной экономики. Принципиальные отличия финансового и торгового посредничества заключаются в том, что первый вид обеспечивает косвенное финансирование, а второй вид – прямое финансирование в экономике [7]. Это положение закреплено, например, в законодательстве ЕС. Так, согласно Директиве ЕС 93/22/ЕЭС от 10.05.1993 «О финансовых услугах на рынке ценных бумаг» под финансовыми организациями понимаются кредитные организации, страховые организации, инвестиционные организации и организации по коллективному инвестированию в обращаемые ценные бумаги или компании, способствующие ее деловой активности [9].

В отечественной теории и практике имеет место другая точка зрения. Согласно мнению ряда экономистов, финансовые посредники подразделяются на типа. Посредники прямого типа непосредственно обеспечивают нахождение продавца с покупателем ценных бумаг (брокеры, дилеры, управляющие). Инфраструктурные посредники способствуют заключению сделок между участниками рынка и берут на себя часть рисков рынка ценных бумаг (регистраторы, депозитарии, клиринговые организации, организаторы торговли) [1]. Действующий Общероссийский классификатор видов экономической деятельности, продукции и услуг, утвержденный Постановлением Госстандарта от 06.11.2001 г. № 454-ст разъясняет, что финансовое посредничество – это деятельность, связанная с получением и перераспределением денежных средств. Деятельность, являющаяся вспомогательной по отношению к финансовому посредничеству, включает предоставление услуг, относящихся к финансовому посредничеству или тесно связанных с ним, кроме самих услуг по финансовому посредничеству. В финансовом посредничестве (финансовой деятельности) различают денежное посредничество и прочее финансовое посредничество, включая финансовый лизинг, предоставление кредита, капиталовложения в ценные бумаги и в собственность, деятельность дилеров, заключение свопов, опционов и других биржевых сделок. В отдельно выделенную вспомогательную деятельность в сфере финансового посредничества и страхования включаются следующие виды экономической деятельности: управление финансовыми рынками, биржевые операции с фондовыми ценностями, прочая вспомогательная деятельность в сфере финансового посредничества [8]. Таким образом, деятельность на рынке ценных бумаг в Российской Федерации статистика относит к деятельности, являющейся вспомогательной по отношению к финансовому посредничеству. На наш взгляд, это свидетельствует о том, что среди зарубежных и отечественных экономистов нет единой позиции в отношении понимания самого финансового посредничества и критериев его типологии. Представляется,

что с точки зрения видов финансового перераспределения (прямого и косвенного) целесообразно различать услуги профессиональных субъектов, оказывающих услуги в рамках финансового посредничества и услуги профессиональных субъектов, оказывающих услуги в рамках торгового посредничества на рынке ценных бумаг.

Услуги финансовых посредников депозитного типа связаны с концентрацией вкладов (депозитов) сберегателей и вложением их в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Если в зарубежной теории и практике акцент делается на депозитном характере деятельности профессионального субъекта и его услуг, то в России акцент сделан на кредитном аспекте деятельности. Поэтому в отечественной практике услуги этого типа финансового посредничества законодательно закреплены за кредитными организациями, которым разрешено предоставление услуг, связанных с ценными бумагами при наличии соответствующих лицензий. Финансовые посредники контрактно-сберегательного типа (страховые организации, пенсионные фонды) предоставляют услуги, связанные с вероятностным характером исполнения обязательств. Непосредственно услуги на рынке ценных бумаг пенсионные фонды не предоставляют, так как находятся в управлении управляющих компаний. Страховые организации могут предоставлять услуги другим профессиональным субъектам и инвесторам на рынке ценных бумаг в рамках своей основной страховой деятельности. В зарубежной практике к посредникам инвестиционного типа относят финансовые компании и взаимные (паевые) фонды. В России статус финансовой компании строго не определен, следовательно, не определен и круг ее услуг. Паявые инвестиционные фонды (ПИФы) начали развиваться на отечественном рынке ценных бумаг с 1996 года, однако сами ПИФы услуг никому не предоставляют, поскольку являются имущественным комплексом, которым управляет управляющая компания.

Торговые посредники на рынке ценных бумаг могут рассматриваться с позиции макроэкономики и микроэкономики. С точки зрения макроэкономики торговые

посредники обеспечивают денежными ресурсами эмитентов, а инвесторов ценными бумагами, покупая и продавая ценные бумаги от своего имени и за свой счет. С микроэкономических позиций посредник сводит продавца и покупателя ценных бумаг, действуя по их поручению и за их счет, получая за услуги вознаграждение. В мировой практике существует специализация финансовых институтов и их услуг в отношении типа рынка ценных бумаг (первичного и вторичного, организованного и неорганизованного). В российской практике попытка закрепления услуг за профессиональными субъектами рынка ценных бумаг наблюдалась в период с 1991 года по 1996 год, когда в рамках инвестиционных институтов выделялись инвестиционные компании, обслуживающие преимущественно первичный рынок и финансовые брокеры, обслуживающие преимущественно вторичный рынок. Отказ от инвестиционных институтов и переход к регулированию профессиональной деятельности привел к тому, что в настоящее время за брокерами закрепляются услуги по обслуживанию первичного рынка (услуги андеррайтеров) и услуги, связанные с обращением ценных бумаг. Дилеры, покупающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет, имеют право предоставлять участникам рынка ценных бумаг преимущественно консультационные и информационные услуги, что позволяет их рассматривать в качестве посредников только в макроэкономическом смысле.

На рынке ценных бумаг кроме торговых посредников предоставляют услуги и другие профессиональные субъекты. Они создают для участников рынка ценных бумаг, в том числе финансовых и торговых посредников, условия трансформации активов и перемещения финансовых инструментов во времени и пространстве. В соответствии с национальным законодательством стран перечень таких профессиональных субъектов и условия их допуска на рынок ценных бумаг могут быть различными. В России, например, к ним относятся регистраторы, депозитарии, фондовые биржи и организаторы торговли ценными бумагами, клиринговые организации, доверительные управляющие,

управляющие компании инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами. Эти профессиональные субъекты оказывают услуги в рамках лицензируемой профессиональной деятельности.

Поскольку рынок ценных бумаг является относительно самостоятельным видом финансового рынка с определенными функциями, участниками, инструментами, на наш взгляд, необходимо и возможно рассматривать услуги профессиональных участников и профессиональных субъектов, не имеющих этого статуса в силу закона, как систему РЦБ-услуг. РЦБ-услуги - это услуги, удовлетворяющие потребности эмитентов, инвесторов, государства, других профессиональных субъектов (услугополучателей), возникающие в процессе выпуска, обращения, погашения ценных бумаг и финансовых инструментов, обусловленных ценными бумагами.

Экономическое содержание РЦБ-услуг обусловлено перераспределительным характером отношений, возникающих между услугодателем и услугополучателем. Услугодателями выступают профессиональные субъекты рынка ценных бумаг:

- профессиональные участники в соответствии с законодательством (брокеры как торговые посредники; дилеры, управляющие ценными бумагами;

- регистраторы и депозитарии как элементы учетной системы рынка ценных бумаг;

- фондовые биржи, организаторы торговли ценными бумагами и клиринговые организации как субъекты, обеспечивающие организованное заключение и исполнение сделок с ценными бумагами;

- частично финансовые посредники (коммерческие банки, страховые организации) в части своей основной деятельности, касающейся рынка ценных бумаг;

- субъекты, которые, оказывая РЦБ-услуги *de facto*, не являются ни профессиональными участниками рынка ценных бумаг, ни финансовыми посредниками *de jure*. К ним относятся в Российской Федерации инвестиционные консультанты, трансфер-агенты, альтернативные торговые системы и.д.п.

- РЦБ-услуги (как любые услуги) характеризуются неосязаемостью, неотделимостью от источника (услугодателя), несохраняемостью, неоднородностью по качеству, способны обмениваться на деньги. Особенности РЦБ-услуг обусловлены, во-первых, двойственным характером самих ценных бумаг, формой выпуска, типом (видом) ценных бумаг, способом передачи прав по ценной бумаге. С одной стороны, ценные бумаги являются обязательством эмитента перед инвесторами, возникающим в процессе обмена ценных бумаг на деньги, с другой стороны, ценные бумаги выступают имуществом. Другими словами, в ценной бумаге различают право на саму бумагу и права, вытекающие из ценной бумаги. Отсюда у эмитента и инвестора возникает необходимость в услугах, позволяющих обеспечить права, вытекающие из ценной бумаги, фиксацию прав на ценные бумаги, и их обращение. Следовательно, предоставление любой РЦБ-услуги связано с реализацией этих прав инвесторов. Во-вторых, переход на бездокументарную форму выпуска и обращения ценных бумаг в результате развития технического прогресса и компьютерных технологий, приводит к тому, что большинство РЦБ-услуг связано с обменом информации между участниками рынка ценных бумаг, а, следовательно, в ходе оказания РЦБ-услуг необходим особый учет денежных средств и финансовых инструментов. Форма выпуска (документарная или бездокументарная), а также способ определения собственника ценной бумаги и передачи прав по ней (именная, предъявительская, ордерная ценная бумага), лежат в основе востребованности услуг по учету прав на ценные бумаги и реализации прав, вытекающих из ценных бумаг. В-третьих, РЦБ-услуги характеризуются договорной (контрактной) природой. Понимание этой особенности проявляется в использовании договоров. Контракты (договоры) при предоставлении (получении) РЦБ-услуг заключаются как в обязательном порядке в силу закона, так и на добровольной основе. В то же время при предоставлении РЦБ-услуг на российском рынке ценных бумаг существуют ситуации, не требующие заключения договоров с услугодате-

лями. Примером является обслуживание владельцев ценных бумаг у регистраторов, что увеличивает риски инвесторов при реализации их прав, связанных с ценными бумагами.

Содержательный аспект РЦБ-услуги (ее основные характеристики) определяется профессиональным субъектом как услугодателем до момента их оказания и включает:

- целевую направленность РЦБ-услуги, которая должна быть обусловлена как потребностями клиента, так и целями деятельности самого профессионального субъекта;

- совокупность количественных и качественных показателей, характеризующих РЦБ-услугу;

- организационную составляющую, в рамках которой профессиональный субъект определяет какие структурные подразделения и работники в рамках своих полномочий должны оказывать ту или иную услугу;

- нормативно-правовое и информационное обеспечение, необходимое для анализа, планирования, и непосредственного оказания РЦБ-услуг;

- набор методов и инструментов и разработанную технологию для оказания услуги, закрепленные во внутренних документах профессионального участника.

Варьируя указанные компоненты, профессиональные субъекты предлагают разнообразные услуги своим клиентам в рамках выбранного вида (видов) профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (формируя, так называемую, «продуктовую линейку»). Состав РЦБ-услуг изменяется под влиянием нововведений, компьютеризации, интернационализации и глобализации в финансовой сфере. Существенный временной разрыв в истории российского рынка ценных бумаг привел к тому, что возрождение отечественного РЦБ происходит на качественно новой институциональной и технико-технологической основе с использованием зарубежного опыта.

Таким образом, РЦБ-услуги следует определить как особый вид услуг на финансовых рынках, выделившийся как результат снижения трансакционных издержек и преодоления проблемы асимметричности информации в процессе прямого и косвенного перераспределения денежных средств от сберегателей к инвесторам в форме ценных бумаг.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Батяев Е.А., Столяров И.И. Рынок ценных бумаг. М.: ИНФРА-М, 2006. С. 212-213.

2. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. М.: ИНФРА М, 2007. С.202.

3. Жуков Е.Ф. Инвестиционные институты: Учебное пособие. М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1998. С. 3-193.

4. Ивасенко А.Г. Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования: Учебное пособие. – 2 е изд., перераб. / А.Г. Ивасенко, Я.И. Никонова, В.А. Павленко. М.: КНОРУС, 2005. С.15.

5. Канаев А.В. Банковская деятельность в свете теории финансового посредничества: традиции и инновации // Вестник СПбГУ. 2006. Сер. 5. Вып. 3. С. 113-114.

6. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок, профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. М.: Перспектива, 1995. С.333.

7. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учеб. пособие для вузов / Пер. с англ. Д.В. Виноградова под науч. ред. М.Е. Дорошенко. М.: Аспект-пресс, 1999. С. 33.

8. Общероссийский классификатор видов экономической деятельности ОК 029-2001 (КДЕС Ред. 1): Постановление Госстандарта РФ от 06.11.2001. № 454-ст // Правовая справочно-информационная система «Консультант Плюс»

9. Directive 93/22/EEC of the European Parliament and of the Council of 10 May 1993 on investment services in the securities field // Official Journal of the European Union EN. L 141, 11.06.1993.

ECONOMICAL BASIC SUBSTANCE OF STOCK MARKETS- SERVICES

Gorlovskaya I.G.

Omsk State University in the name of F.M. Dostoevsky

This article is performing the analysis of stock markets- services as the special category of financial markets. Stock markets-services are the result of transactional costs lowering and salvation of problem of information asymmetry in the process of direct and indirect distribution of money in the securities. The economical content of the stock markets- services is the result of redistributive relations between subjects of the financial service. The bringers of service are stock markets professionals. The service consumers are saving persons and investors. The stock markets- services specificity is determined by the special dual nature of securities.