

**Денис Аксёнов**

ассистент кафедры «Мировая экономика и международные валютно-кредитные отношения»
ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»

РАЗВИТИЕ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ МЕЖДУНАРОДНОЙ И РОССИЙСКОЙ СИСТЕМ РАСЧЕТОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Принимая во внимание происходящий в настоящее время мировой финансовый кризис, имеющий американские корни, выполнение комплекса задач по формированию в Российской Федерации международного финансового центра становится перспективой не столь отдаленной. Пережив сложный период своей истории и потерю огромной зоны влияния, Россия активно интегрируется в мировую экономику и наращивает экономическую мощь.

ИНТЕГРАЦИЯ РОССИИ В МИРОВОЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОСТРАНСТВО

Сегодня ни одна страна не может развиваться успешно, если она изолирована от остального мира. Успех сопутствует тем странам, которые осознанно и динамично интегрируются в мировую экономику. Поэтому основными направлениями внешнеэкономической политики России в последние годы стали либерализация экспортно-импортных и валютных операций, тесное сотрудничество с международными экономическими организациями.

В начале 1990-х гг. в России была ликвидирована монополия государства на внешнюю торговлю и валютные операции, осуществлен демонтаж системы жесткого директивного управления внешне-

экономическими связями, сняты многочисленные существовавшие ранее административные ограничения на участие во внешнеэкономической деятельности.

Россия начала взаимодействовать с международными экономическими институтами, играющими важную роль в многостороннем регулировании международных потоков товаров, услуг и капиталов: МВФ, ЕБРР и др.

За последние годы на пути мировой интеграции Россией были сделаны серьезные шаги. Ряд российских организаций вошли в число крупнейших европейских и мировых компаний. Некоторые из них начали серьезную экспансию на мировые рынки, стали заметными участниками международных экономических отношений, серьезными конкурентами зарубежных компаний¹.

Но дальнейшая интеграция в систему международного рынка ценных бумаг невозможна без следующих компонентов:

- устойчивого сбалансированного государственного бюджета. В современных условиях, принимая во внимание значительные выплаты по внешнему долгу, необходимо достичь определенного профицита базового бюджета;

- обеспечения внутренней и внешней стабильности национальной валюты, что крайне актуально для России, поскольку уровень внутренней инфляции значительно превышает уровень роста цен на мировом рынке;

- наличия устойчивых в финансовом отношении банковских институтов, способных выступать надежными посредниками между кредиторами и заемщиками. Для современной России это означает

¹ Ивашина Т. Б. Рынок ценных бумаг: анализ, зарубежный опыт. М.: ЮНИТИ, 2007.



консолидацию банковской системы и значительное повышение уровня капитализации банков;

- наличия развитого внутреннего рынка ценных бумаг, обеспечивающего мобилизацию средств и их эффективное распределение на основе спроса и предложения².

Россия постепенно становится участником международного рынка ценных бумаг. В середине 1990-х гг. российские акционерные общества активно осуществляли программы выпуска расписок. Тон задавали крупные компании топливно-энергетического комплекса. Так, некоторые российские акционерные общества выпускают глобальные депозитарные расписки (ГДР) («Газпром») или американские депозитарные расписки (АДР) («Петербургская телефонная сеть», «Ленэнерго»)³.

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ

Несмотря на все достижения российского финансового рынка, до сих пор остаются актуальными следующие проблемы:

1. *Невыполнение финансовым рынком России своих прямых функций — быть способом привлечения, мобилизации и перераспределения инвестиционных ресурсов.* В рыночной экономике у компании существует несколько способов мобилизации ресурсов для развития: внутренние источники, банковские кредиты и мобилизация ресурсов с фондового рынка — в форме выпуска облигаций или первичного размещения собственных акций. Эту функцию отечественный финансовый рынок выполняет крайне слабо.

2. *Концентрация контрольных пакетов в руках инсайдеров,* что приводит к дальнейшему сужению инструментальной базы российского фондового рынка, сокращению возможностей для инвесторов, расширению поля для манипулирования ценами.

3. *Узость, недостаточность инвестиционных ресурсов внутри страны и сложившаяся модель фондового рынка,* в результате чего российский рынок акций перемещается в виде рынка АДР на зарубежные фондовые рынки. Внутренний рынок становится зависимым от динамики мирового рынка и от настроений иностранных инвесторов. В 2008 г. ФСФР России приняла постановление, ограничивающее долю АДР в общей структуре акционерного капитала, что приведет к сокращению доли внешнего рынка.

4. *Преимущественно долговой характер складывающейся модели российского*

фондового рынка. Основные ресурсы предприятия получают в виде банковских кредитов или корпоративных заимствований. Доля IPO на отечественном рынке ничтожно мала по сравнению с европейским, американским и японским фондовыми рынками.

5. *Узкий круг финансовых инструментов.* Выше уже отмечалось малое количество акций, обращающихся на организованных рынках. Здесь хотелось бы указать на отсутствие ипотечных бумаг, слабую развитость рынка субфедеральных заимствований и неразвитость срочного рынка, стагнацию на рынке государственных ценных бумаг.

В настоящее время отечественный фондовый рынок не является рынком, привлекающим инвестиции большого числа частных инвесторов. По данным МЭРТ, участниками российского фондового рынка в России является 0,1% населения, в Японии — 26,6%, в США — 48,2%.

6. *Большое число регуляторов,* к которым относятся и Банк России, и Минфин, и МЭРТ, и ФСФР России, и др. Кроме того, существуют саморегулируемые организации профессиональных участников рынка. Наличие нескольких регуляторов сложилось исторически, но сегодня возникла потребность в согласованности их действий в целях эффективного развития российского финансового рынка.

ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ

Дальнейшее развитие российского финансового рынка связано с расширением функций торговых систем. Увеличение роли Интернета оказывает существенное влияние на инфраструктуру рынка ценных бумаг и функции его основных участников.

Внедрение в российских условиях систем интернет-торговли ценными бумагами может внести решающий вклад в развитие фондового рынка. Даже если лишь несколько процентов тех средств, которые сейчас хранятся у частных инвесторов, поступит на фондовый рынок, это резко повысит его ликвидность и в перспективе станет важнейшей предпосылкой для значительного увеличения потока инвестиций. К сожалению, до сих пор не решены многие юридические вопросы, связанные с электронным оформлением сделок. Решение подобных вопросов чрезвычайно необходимо фондовому рынку.

К настоящему моменту рынок стал межрегиональным, на нем не преобладают московские участники.

Описанными выше особенностями российского фондового рынка характеризуется общая тенденция его развития.

Для обеспечения услуг по заключению сделок, проведению расчетов и учету прав на ценные бумаги необходимо создать высокотехнологичную общероссийскую инфраструктуру. Данная система должна создаваться в соответствии с современными методическими и технологическими образцами с учетом российской специфики и отвечать следующим параметрам:

- характеризоваться высокой технологичностью, позволяющей совершать операции в едином режиме на всей территории Российской Федерации;

- обеспечивать равные условия доступа к информации участникам из разных регионов;

- гарантировать низкие издержки и доступность не только крупным, но и мелким участникам;

- отличаться мультиинструментальностью, позволяющей обслуживать различные сегменты рынков (рынки ГЦБ и корпоративных ЦБ);

- иметь высокое качество инфраструктуры, соответствующее самым современным мировым стандартам, в целях облегчения в перспективе интеграции в мировой финансовый рынок.

Основы в России уже созданы: торгово-депозитарный комплекс ММВБ объединяет в систему 7 бирж, расположенных в разных регионах страны. Участникам обеспечиваются равноправное участие в торгах и доступ к информации независимо от их местонахождения.

При формировании российских торгово-депозитарных систем необходимо создавать возможности их объединения с аналогичными системами в странах с развитым фондовым рынком. Это связано с тем, что автоматизированные электронные торговые системы для заключения сделок с ценными бумагами видоизменили фондовый рынок. Их использование стирает географические границы, способствуя интернационализации торговых операций, позволяя осуществлять сделки в режиме реального времени.

Развивающиеся процессы консолидации на биржевом рынке свидетельствуют о начале активного процесса формирования международной инфраструктуры глобального финансового рынка.

² Красавина Л. Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. М.: Финансы и статистика, 2007.

³ Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. М.: Юнити, 2005.



ОПЫТ ЕВРОПЫ ПО РАЗВИТИЮ СИСТЕМ РАСЧЕТОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Европа накопила достаточно серьезный опыт участия в организации расчетов по ценным бумагам. Этот опыт был основан на удачных коммерческих проектах некоторых бирж и расчетных систем, которые эти площадки используют. Отмечается явная тенденция к объединению торговых систем с целью как концентрации ликвидности и удешевления стоимости биржевых операций для участников, так и решения конфликта интересов, заложенного в структуре корпоративного управления. Имеется в виду ситуация, при которой наиболее крупные брокеры, торгующие на бирже, и акционеры не являются одними и теми же лицами. То есть тот, кто больше платит, оперируя в рамках тех или иных торговых или расчетных систем, одновременно не выступает основным бенефициаром и акционером и не может вернуть себе часть уплаченной комиссии в виде дивидендов и повышения стоимости акций биржи.

Когда подобные противоречия накапливаются, появляется мотивация к созданию нового бизнеса или, если существует публичное обращение ценных бумаг биржи, к перераспределению акций между акционерами, при котором интересы учредителей и основных пользователей пересекаются.

В случае когда отсутствует экономический механизм перераспределения участия, возникает существенный конфликт интересов, который приводит к конкуренции между биржей и пользователями.

Конфликт интересов возможен, когда рынок регулируем и государство делает сознательный выбор в пользу монополии. Монополии на рынке расчетных услуг создаются в виде центрального депозитария, торговых услуг — в виде единой биржи, клиринговых услуг — в виде центрального контрагента.

После изучения рекомендаций, высказанных компанией *Thomas Murray* в своем отчете, подготовленном в рамках работы над моделью НАУФОР, возникает мысль, что при выборе пути развития необходимо не копировать ситуацию на фондовых рынках Европы, а, предвидя их развитие, двигаться в этом направлении.

Система, управляемая брокерами с целью максимизации прибыли, развивается в сторону построения клиринговых механизмов, которые берут на себя рыночный риск, обеспечивая расчеты по частично обеспеченным сделкам.

Чем меньше размер обеспечения или разнообразнее состав ценных бумаг, ко-

торые клиринговая система принимает в качестве обеспечения, тем больше сделок можно заключить и, соответственно, большую прибыль по этим сделкам получить. Вышесказанное хотя и несколько упрощенно, но позволяет оценить фактор концентрации ликвидности. Повышение эффективности торговли, благодаря внедрению расчетов с частичным обеспечением, приводит к тому, что расходы на поддержание системы управления рисками несет не брокер, а биржа и клиринговая система. Таким образом, для крупного брокера становится критичным участие в управлении этой системой. Рынки конкурируют между собой, концентрируя ликвидность. Именно это лежит в основе тенденции поглощения бирж друг другом. Для России это является фактором, который определяет успех российского финансового рынка, конкурирующего с другими крупными рынками за ликвидность. При этом на российском рынке пока торгуются только активы отечественных компаний, и брокерские операции совершают российские брокеры. Для того чтобы оценить целесообразность тех или иных предложений консультантов, необходимо понять, является ли российский рынок регулируемым в той степени, которая существует в Европе или других странах, где коммерческие организации сами решают, какую инфраструктуру они создают. Возможно, отечественный рынок должен быть регулируемым, и монополизирован с целью обеспечения его надежности, прозрачности и конкурентоспособности в будущем.

Большинство центральных депозитариев Европы проводят расчеты по своим сделкам на условиях *DVP* в денежных средствах центрального банка. Это минимизирует кредитные риски и риски потери ликвидности, поэтому данный метод рекомендован Комитетом европейских органов регулирования рынков ценных бумаг.

Для подключения расчетного депозитария в мире используют 3 варианта:

1. Расчеты проводятся через счета в *RTGS*, открытые клиринговыми банками.

2. Интерфейсная модель, в рамках которой расчетный депозитарий дает поручение центральному банку на перевод денег по сделкам, заключенным участниками. После подтверждения перевода денег, полученного от центрального банка, расчетный депозитарий производит перевод ценных бумаг.

3. В центральном банке открываются счета для расчетов по сделкам с ценными бумагами, корреспондирующие со счетами *RTGS*. В этом случае центральный депозитарий управляет расчетами. Такая модель называется интегрированной и используется, например, во Франции.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СИСТЕМЫ TARGET2 SECURITIES

Центральные банки Германии, Франции, Италии и Испании намерены предложить Европейскому центральному банку разработку платформы для расчетов ценными бумагами *T2S* на базе системы *TARGET2*. Несмотря на то что проект *T2S* находится в начальной фазе, степень готовности системы денежных расчетов и наличие политической воли крупнейших европейских центральных банков развивать оба проекта позволяют надеяться, что в ближайшем будущем Европейская система расчетов и управления ликвидностью станет функциональнее и эффективнее.

Трансевропейская система расчетов ценными бумагами (*T2S*), задуманная Европейским центральным банком как система корреспондентских отношений между национальными центральными депозитариями, будет функционировать на технологической платформе, которую использует и система расчетов денежными средствами *TARGET2* компании *Euro-system*.

С точки зрения Европейской системы центральных банков центральные депозитарии относятся к группе вспомогательных систем, нуждающихся в специальном сопряжении с платежной системой *TARGET2*.

В качестве примеров других вспомогательных систем можно указать на систему расчетов по сделкам с ценными бумагами центральных контрагентов, системы розничных и валовых платежей и т. д.

К преимуществам единой трансевропейской концепции расчетов деньгами и ценными бумагами можно отнести то, что, в отличие от предыдущих моделей, основанных на организации двустороннего взаимодействия, *T2S* предполагает охватить все расчетные системы и тем самым обеспечить унификацию расчетных процедур в Европе. Представленная модель позволяет обоснованно предположить, что унификация расчетов повысит эффективность и надежность рынка.

Центральный банк Российской Федерации, являясь учредителем Национального депозитарного центра, крупнейшего российского депозитария, может включить центральный депозитарий в БЭСП в качестве части системы расчетов в режиме реального времени, что приблизит российский рынок к той модели, которая, по планам Европейской комиссии и Европейского центрального банка, должна быть реализована в Европе не раньше 2013 г. ■