

Институциональная структура российского финансового рынка: необходимость регуляторной трансформации

Олег Михайлович Скапенкер

E-mail: o_skapenker@mail.ru, ORCID: 0000-0001-9228-3316

Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов»,
Москва 109240, Российская Федерация

Аннотация

В статье проанализировано текущее состояние институциональной структуры отечественного финансового рынка, определены основные варианты комбинаций видов деятельности его участников. На базе сопоставления преимуществ и рисков, возникающих при совмещении участниками рынка различных направлений работы, сформированы предложения по корректировке регуляторных требований к допустимым сочетаниям видов деятельности, ориентированные на повышение эффективности исполнения финансовым рынком своей основной функции — перераспределения финансовых ресурсов. Предложено юридически закрепить разделение направлений деятельности участников финансового рынка на системообразующие (по ним должны работать только подконтрольные или опосредованно принадлежащие государству организации) и иные, для которых при таких условиях могут быть расширены возможности совмещения видов деятельности. При осуществлении полностью подконтрольными государству компаниями функций биржи, центрального депозитария, клиринговой организации и центрального контрагента представляется, что остальные участники рынка без создания для него значительных рисков смогут сочетать работу на рынке ценных бумаг за счет собственных и клиентских средств, работу в качестве кредитно-депозитного посредника, работу на валютном рынке, рынке цифровых активов, работу в качестве инвестиционной и финансовой платформы. Повышение эффективности финансового рынка будет способствовать обеспечению финансовыми ресурсами проектов и производств.

Ключевые слова: институциональная структура, банки, фондовый рынок, биржа, совмещение видов деятельности, регулирование финансового рынка

JEL: G18, G28, K22

Для цитирования: Скапенкер О. М. Институциональная структура российского финансового рынка: необходимость регуляторной трансформации // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 26–38. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-26-38>.

© Скапенкер О. М., 2022

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-26-38>

Institutional Structure of the Russian Financial Market: The Need for Regulatory Transformation

Oleg M. Skapenker

State Corporation “Deposit Insurance Agency”, Moscow 109240, Russian Federation
o_skapenker@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0001-9228-3316>

Abstract

The article analyzes the current state of the Russian financial market's institutional structure. The main variants of activity combinations of its participants allowed by the law are described. Based on a comparison of the advantages and risks arising from the combination of different areas of work by market participants, proposals are formed to adjust the regulatory requirements for permissible combinations of activities. The purpose of the changes put forward is to increase the efficiency of financial resource redistribution, which, in turn, will provide financing for economic growth of the Russian Federation. It is proposed to consolidate the division of activities of financial market participants into two categories. The first one is systemically important; such organizations should be controlled by the state directly or through a chain of owners. The other one is the rest of the organizations, for which the opportunities for simultaneous work in a large number of areas can be expanded under such conditions. When fully state-controlled companies perform the functions of an exchange, a central depository, a clearing organization and a central counterparty, it seems that the rest of the market participants, without creating significant risks for the market, will be able to combine work in the securities market using their own and clients' funds, operation as a credit and deposit intermediary or an investment and financial platform, and work in the foreign exchange market and the digital asset market. Improving the efficiency of the financial market may be instrumental in providing the projects and production with the financial resources.

Keywords: institutional structure, banks, stock market, stock exchange, market specialization, combination of activities, financial market regulation

JEL: G18, G28, K22

For citation: Skapenker O.M. Institutional Structure of the Russian Financial Market: The Need for Regulatory Transformation. *Financial Journal*, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 26–38 (In Russ.).
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-26-38>.

© Skapenker O.M., 2022

ВВЕДЕНИЕ

Сфера финансового посредничества занимает значительное место среди иных отраслей экономики, поскольку именно от эффективного перераспределения финансовых ресурсов между теми, у кого они временно свободны, и теми, кому они необходимы в текущий момент для осуществления своей деятельности, во многом зависит успех работы этих экономических субъектов. Представляется, что эффективная экономика может быть построена лишь при наличии финансового рынка, институциональная структура и возможности которого соответствуют современным условиям. Важность рассмотрения данной темы была отмечена рядом российских исследователей [Цгоева Л. Д., 2004; Фалеева Н. В., 2007; Абузярова Э. Р., 2015; Сенчагов В. К., Губин Б. В., 2015] как до, так и после наделения Банка России в 2013 г. функцией мегарегулятора¹, первые годы функционирования которого показали как преимущества, так и недостатки проведенной реформы [Буклемишев О. В., Данилов Ю. А., 2017].

Российская сфера финансового посредничества претерпела в своем развитии значительные изменения [Дворецкая А. Е., 2020]. В рамках настоящей статьи мы рассмотрим институциональную структуру рынка, сложившуюся на сегодняшний день по итогам всех проведенных реформ.

В целом функции участников рынка можно поделить на три основные категории: кредитно-депозитные институты, инвестиционные посредники и инфраструктурные организации, обеспечивающие его функционирование. Также в качестве клиентов на рынке присутствуют практически все остальные субъекты экономической деятельности — физические и юридические лица, индивидуальные предприниматели, которым для осуществления своей деятельности необходимы различные услуги финансового рынка. Сформировано много вариантов классификации участников финансового рынка, встречается даже вариант отнесения к инфраструктуре рынка всех организаций, для которых деятельность на финансовом рынке является основной [Квасницкая Р. С., 2017], однако для нашего исследования предлагаемая классификация является оптимальной.

УЧАСТНИКИ РЫНКА

В основе деятельности² **кредитно-депозитных институтов** лежит осуществление в коммерческих целях привлечения заемных денежных средств у тех, у кого они временно свободны, и предложения этих средств в заем иным лицам. Несмотря на единство данного подхода, каждый из указанных участников рынка обладает значительной спецификой. К числу данных институтов полагаем возможным отнести банки, небанковские кредитные организации, микрофинансовые и микрокредитные компании, кредитные потребительские кооперативы и, с оговоркой, — ломбарды.

К инвестиционным посредникам можно отнести лиц, способствующих перераспределению финансовых ресурсов через инструменты фондового и валютного рынка, — брокеров, дилеров, доверительных управляющих, форекс-дилеров, управляющие компании, акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды.

Стоит упомянуть и о страховых организациях. Как отмечала Фрумина еще в начале прошлого десятилетия, они глубоко интегрированы в финансовый рынок в целом [Фрумина С. В., 2012]. Основная деятельность страховых организаций не связана именно с финансовым рынком. Нам же в рамках настоящей статьи страховые организации

¹ Федеральный закон от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков».

² Виды деятельности для настоящей статьи понимаются так, как это определено действующим российским законодательством.

интересны с точки зрения аккумулируемых ими страховых премий — до момента наступления обязательств по выплате страховых сумм эти денежные средства инвестируются на финансовом рынке [Улыбина Л. К., Окоорокова О. А., 2015]. Более того, в стремлении увеличить свою прибыль в ряде случаев страховые организации даже предлагают клиентам страховые продукты, в которых инвестиционная составляющая намного превосходит собственно страховую.

Значительные средства, причем на долгосрочной основе, аккумулируют и негосударственные пенсионные фонды. Данные участники рынка также не инвестируют средства на финансовом рынке самостоятельно и привлекают для этого профильные организации — управляющие компании. Однако характер основной деятельности данных компаний позволяет абсорбировать ликвидность, которую ее владельцы были бы не готовы направить на «стандартные» инвестиции, — «пенсионные» отчисления производятся с большей регулярностью.

Таким образом, многообразие направлений деятельности инвестиционных посредников позволяет аккумулировать значительный объем временно свободных денежных средств для их дальнейшего перераспределения в иные отрасли экономики.

Организации, входящие в инфраструктуру финансового рынка, не оказывают основных услуг тем, кто обращается к финансовому рынку для получения или абсорбции ликвидности, но обеспечивают его работоспособность, оказывая сопутствующие услуги потребителям рынка и его профессиональным участникам. К таким организациям относятся биржи и торговые системы, клиринговые организации, депозитари, в том числе специализированные, регистраторы, трансфер-агенты, репозитари, инвестиционные советники, организации платежной инфраструктуры, операторы обмена цифровых финансовых активов, финансовые и инвестиционные платформы. Каждое из направлений работы инфраструктурных организаций необходимо для функционирования рынка, при этом некоторые из этих направлений одновременно можно отнести и к инфраструктурным, и к посредническим.

Объективной реальностью сегодняшнего рынка является работа компании или группы компаний одновременно по множеству направлений. Стоит отметить, что фактическая степень универсальности финансовых посредников определяется исключительно их представлениями о своей выгоде. Запреты на совмещение различных видов деятельности, вводимые регулятором в целях снижения рисков, успешно обходились участниками рынка на всех этапах его развития [Скапенкер О. М., 2013]. Исследование показало, что, несмотря на четкие требования подзаконных актов о недопустимости совмещения различных видов деятельности среди крупнейших по каждому направлению финансового рынка компаний, на практике все они — члены одних и тех же финансово-промышленных групп. При этом аффилированность компаний, если это необходимо с позиций регуляторных требований, формально исключается путем создания длинных и сложных цепочек последовательного владения компаниями, в том числе в иностранных юрисдикциях. А де-юре независимые компании работают под одним брендом, располагаются по одному адресу, используют единую клиентскую базу и продают клиенту продукты всей группы.

Наиболее распространенный пример — банки предлагают клиенту, пришедшему открывать депозит, приобрести инвестиционные паи независимой, но одноименной управляющей компании. И это не просто посредничество при продаже ценной бумаги — это перенаправление клиентских денег в иной вид деятельности своей группы. Значит, при необходимости возможен и обратный переток средств через различные схемы и инструменты и, например, выдача в рискованный кредит денег, ранее привлеченных в доверительное управление. Зачастую диффузия выражается также в форме зачисления сотрудников фронт-подразделений сразу в несколько организаций группы по совместительству с правом подписи документов от имени всех работодателей.

Конечно, такое положение вещей не является секретом для регулятора³, и несмотря на общий подход к регулированию каждого вида деятельности в отдельности [Самигулина А. В., 2017], некоторые движения в сторону регулирования фактически функционирующего на рынке универсального посредника есть⁴. Так, например, Федеральным законом «О банках и банковской деятельности» ограничен круг ценных бумаг, с которыми может работать банк с базовой лицензией.

Позитивным является столь долгожданное и введенное в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» лишь в 2020 г. право совмещения деятельности депозитария и регистратора. И это при том, что на рынке практически не осталось регистраторов, осуществляющих свою деятельность вне фактических групп лиц универсальных посредников!

Вместе с тем следует отметить, что отдельные корректировки в законодательство вносятся и в рамках решения конкретных задач. Например, установлено, что центральный депозитарий вправе во исполнение поручений эмитента государственных ценных бумаг совершать сделки с такими ценными бумагами с использованием финансовой платформы без лицензии брокера. Иной пример — деятельность по доверительному управлению может осуществлять Внешэкономбанк, не имеющий соответствующей лицензии.

Как справедливо отмечает Турбанов, «представляется бесспорным, что государство отвечает за стабильное функционирование всей финансовой системы страны, в том числе за устойчивое развитие финансового рынка» [Турбанов А. В., 2020]. При этом, несмотря на все позитивные изменения, система регулирования по-прежнему рассматривает участника рынка через призму каждого осуществляемого им вида деятельности в отдельности, а участники рынка все реже представляют собой компании, не совмещающие разные виды деятельности.

СОВМЕЩЕНИЕ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Следует отметить, что как с позиций диверсификации бизнеса, так и с позиций синергического эффекта практически для всех организаций является более привлекательным вариантом работа одновременно по нескольким направлениям. Позитивное влияние это оказывает и на уровень исполнения финансовым рынком своей главной задачи — перераспределять финансовые ресурсы с наименьшими издержками. Именно поэтому описанные нами виды деятельности практически невозможно найти на рынке в виде «монокомпаний» — все они совмещают по несколько видов деятельности. При этом регулирование отталкивается именно от одного предусмотренного конкретной лицензией направления работы [Гаврин Д. А., 2018]. Более того, законодатель четко ограничил возможные совмещения и предусмотрел в Кодексе Российской Федерации об административных правонарушениях от 30.12.2001 № 195-ФЗ ответственность за нарушения предусмотренных законом сочетаний.

Для того чтобы понять, какие совмещения возможны и как должно трансформироваться регулирование в ситуации, когда рынок принадлежит многопрофильным компаниям или группам компаний, целесообразно рассмотреть основные типы комбинаций видов деятельности участников рынка с учетом ограничений, предусмотренных законодательством. Рассмотрим эти варианты с помощью табл. 1.

В таблице все рассматриваемые виды деятельности перечислены по вертикали. По горизонтали приведены условные названия и порядковые номера нормативно допустимых вариантов совмещения видов деятельности, далее по тексту именуемые также «наборы». На пересечении столбца определенного набора и строк видов деятельности, входящих в него, проставлен знак «V».

³ Чистюхин В. В. Рост клиентских активов на брокерских счетах заставляет обращать особое внимание на эту индустрию / Интерфакс, 31.03.2021.

⁴ Лях В. В. Мы решительно будем пресекать манипулирование на фондовом рынке / Прайм, 25.03.2021.

Таблица 1

**Наборы разрешенных сочетаний видов деятельности
на российском финансовом рынке /
Sets of permitted combinations of activities in the Russian financial market**

Вид деятельности	Вариант совмещения																	
	Банк-специализированный	Банк — расчетный депозитарий	НКО — клиринговая организация	Центральный депозитарий	Микрофинансовая организация	Кредитный потребительский кооператив	Ломбард	Управляющая компания	Форекс-дилер	Акционерный инвестиционный фонд	Страховая организация	Негосударственный пенсионный фонд	Биржа	Торговая система	Инвестиционная компания	Инвестиционная компания с клирингом	Депозитарий — регистратор	Депозитарий — торговая система
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Банк	V	V																
Небанковская кредитная организация			V	V														
Микрофинансовая организация					V													
Кредитный потребительский кооператив						V												
Ломбард							V											
Брокер	V	V													V	V		
Дилер	V	V													V	V		
Доверительный управляющий	V	V						V							V	V		
Депозитарий (расчетный)		V		V											V	V	V	
Депозитарий (нерасчетный)	V														V	V	V	V
Управляющая компания								V							V	V	V	V
Форекс-дилер									V									
Акционерный инвестиционный фонд										V								
Страховая организация											V							
Негосударственный пенсионный фонд												V						
Биржа													V					
Торговая система														V	V			V
Клиринговая организация			V										V	V		V		
Центральный контрагент			V															
Центральный депозитарий				V														
Специализированный депозитарий	V																	
Регистратор																		V
Трансфер-агент	V	V													V	V	V	
Репозитарий			V	V									V	V		V		
Инвестиционный советник	V	V						V							V	V		
Оператор по переводу денежных средств	V	V	V	V														
Оператор обмена цифровыми активами	V	V	V	V	V	V							V	V	V	V	V	
Инвестиционная платформа													V	V	V	V	V	
Финансовая платформа	V	V	V	V													V	V
Банковский платежный агент							V								V	V	V	

Источник: таблица составлена автором на основании положений действующих российских нормативно-правовых актов / Source: the table was compiled by the author on the basis of the current russian regulatory legal acts.

Сформированные в таблице наборы направлений работы основаны на сочетании максимально возможного количества направлений. Рассмотрение будет производиться в порядке увеличения количества сочетаемых видов деятельности.

Для наборов 9 (форекс-дилеры), 10 (акционерные инвестиционные фонды), 11 (страховые компании) и 12 (негосударственные пенсионные фонды) возможен лишь один, «титальный» вид деятельности. Если для оказывающих специфические услуги, имеющих достаточно сильную социальную окраску страховых организаций и пенсионных фондов такое обособление понятно, а для акционерного инвестиционного фонда, полагаем, не оказывает значительного влияния на рынок в связи с крайней непопулярностью инструмента, то установленное требование по исключительности деятельности форекс-дилера не представляется обоснованным. Безусловно, срочные сделки с иностранной валютой несут в себе немалые риски, связанные с волатильностью данного рынка, но его профессиональные участники формируют сбалансированные портфели активов и за счет инструментов хеджирования приводят риск к приемлемому уровню. Поддерживая разграничение данной деятельности с деятельностью банков, привлекающих средства широкого круга вкладчиков и клиентов по расчетно-кассовому обслуживанию (в том числе с нулевой толерантностью к риску), полагаем возможным совмещать деятельность форекс-дилеров с деятельностью брокеров, доверительных управляющих, инвестиционных советников и финансовых платформ. Полагаем, что установленные законодателем ограничения, напротив, блокируют выход на этот рынок крупных диверсифицированных компаний и оставляют на нем лишь мононаправленные компании разного уровня обеспеченности собственным капиталом. Кроме того, ограничение достаточно легко обойти, при этом все риски совмещения видов деятельности будут присутствовать, регулирование будет затруднено сложностью корпоративной структуры, а издержки на формирование такой структуры повысят цену услуг для потенциальных клиентов.

Представляется, что отдельные допустимые законом комбинации видов деятельности сформировались ненамеренно, а по итогам сложения норм различных правовых актов. Так, для наборов 5 (микрофинансовые организации) и 6 (кредитные потребительские кооперативы) разрешено исполнение функции оператора обмена цифровыми активами, а для набора 7 (ломбард) деятельность банковского платежного агента. Представляется, что деятельность платежного агента должна быть доступна для всех участников рынка — это будет способствовать обороту денежных средств именно через наиболее прозрачный — банковский — канал. Также считаем возможным и для ломбардов выступать оператором обмена цифровыми активами, ведь не имея законного выхода на данный рынок, ломбарды не смогут впоследствии включиться в работу по выдаче займов под залог цифровых активов.

Набор 8 (управляющая компания) — компания коллективного и индивидуального доверительного управления — является классическим и распространенным на рынке вариантом. Логичным представляется ненаделение таких компаний функциями оператора по обмену цифровыми активами, а также функциями финансовой платформы. В то же время при отсутствии инструментов контроля за добросовестностью действий управляющего со стороны учредителей управления в силу самой сути доверительного управления, осуществление всех остальных — расчетных, учетных, депозитарных и т. д. — функций иными лицами в какой-то мере минимизирует риски злоупотреблений.

Для набора 13 (биржа) биржевая деятельность является базовой. Очевидно, что именно устойчивость ее функционирования имеет принципиальное значение для финансового рынка. В связи с этим, даже будучи коммерческой организацией, биржа не может ориентироваться только на извлечение прибыли и обязана приложить все усилия к повышению стабильности своей работы. На это ориентированы и разрешенные виды совмещения ее деятельности. Клиринг технологически связан с деятельностью биржи, а разделение ее деятельности с деятельностью депозитария и кредитной организации обеспечивает устранение риска конфликта интересов. Это же касается и оказания услуг репозитария. Широта аудитории биржи позволяет ей достаточно успешно исполнять и функции инвестиционной

платформы. А вот разрешенная функция оператора обмена цифровыми активами пока представляется избыточной: внебиржевой обмен такими активами для биржи является непрофильной деятельностью, а организация биржевой торговли цифровыми активами пока невозможна.

Принцип разделения применен и в наборе 18 (депозитарий — торговая система): для торговой системы разрешено исполнение функции нерасчетного депозитария, а вот расчеты и клиринг придется производить сторонним организациям. Здесь конфликт интересов также нивелирован. Дополнительное направление деятельности — финансовая платформа — включается в набор логично, ведь клиенты, совершающие сделку с финансовыми инструментами в торговой системе, могут стать и приобретателями инструментов и услуг через этого же участника рынка, выступающего уже как финансовая платформа.

В наборе 14 (торговая система), наоборот, деятельность торговой системы совмещается с деятельностью клиринговой организации, а вот депозитарные услуги будет оказывать уже другое лицо. Также в данный набор входят функции репозитария, инвестиционной платформы и оператора обмена цифровыми активами. Первые две эти функции представляются уместными, третья — избыточной в настоящий момент по причинам, аналогичным описанным для набора 13 (биржа).

В таблице представлены два варианта сочетания видов деятельности банков. И так, наборы 1 (банк — специализированный депозитарий) и 2 (банк — расчетный депозитарий) представляют собой отражение значительной части банковского рынка и включают в себя собственно банковскую деятельность, а также деятельность брокера, дилера и доверительного управляющего, а также трансфер-агента, инвестиционного советника, оператора по переводу денежных средств, оператора обмена цифровыми активами и финансовую платформу. Таким образом, для абсолютного большинства потребителей такой участник рынка сможет предложить практически любую услугу и продукт.

Различие между наборами заключается в участии данных организаций в депозитарной деятельности. Если банк исполняет функции расчетного депозитария, то деятельность специализированного депозитария ему недоступна. Если же идет работа по спецдепозитарному направлению, то депозитарная функция исполняется только в качестве нерасчетного депозитария. Смысл, заложенный в данное ограничение, — минимизация рисков нанесения ущерба интересам клиентов при одновременном совершении многих сделок за счет разных лиц. Однако представляется, что, с одной стороны, развитые информационные системы сводят риск непреднамеренного нанесения ущерба к минимуму, с другой стороны, в случае наличия злого умысла участие в перемещении финансовых активов и спецдепозитарном контроле большего количества лиц затруднит махинации, но не обеспечит их невозможность. Принимая во внимание, что практически любой универсальный финансовый посредник, структура которого примерно соответствует набору 2 (банк — расчетный депозитарий), имеет в составе своей формальной или неформальной группы лиц специализированный депозитарий, указанное ограничение представляется неэффективным и, как следствие, избыточным.

Для небанковских кредитных организаций имеется два основных варианта совмещения видов деятельности — наборы 3 (небанковская кредитная организация — клиринговая организация) и 4 (центральный депозитарий). Набор 3 представляет собой клиринговую организацию, исполняющую функцию центрального контрагента. Также среди функций — репозитарий, оператор обмена цифровыми активами и финансовая платформа. Для данного набора, как представляется, направление работы в качестве финансовой платформы в общем случае не принесет значительной прибыли в силу отсутствия доступа к массовому клиенту. А вот исполнение данной организацией функций оператора по обмену цифровыми активами, на наш взгляд, несет риски уже для устойчивости такой компании: не имея среди направлений своей деятельности посредничества на рынке ценных

бумаг, не имея возможности привлекать денежные средства во вклады и при этом принимая на себя обязательства по оказанию клиринговых услуг и исполнение функций центрального контрагента, компания за свой счет производит сделки на совсем еще новом рынке, условия которого ни в экономическом, ни в правовом поле пока окончательно не определены. Представляется, что для центрального контрагента такая деятельность недопустима. При этом мы солидаризируемся с позицией о важности исполнения функции центрального контрагента именно небанковской кредитной организацией [Тлишева Н. А., 2019].

Далее рассмотрим фондовых посредников. Классическое сочетание видов деятельности входит в наборы 15 (инвестиционная компания) и 16 (инвестиционная компания с клирингом): это брокерская, дилерская деятельности, доверительное управление и деятельность депозитария. Дополнением к ним являются услуги трансфер-агента, инвестиционного советника, оператора обмена цифровыми активами, инвестиционной платформы и банковского платежного агента. Такое сочетание представляется обоснованным и дающим возможность максимально удовлетворить потребности клиентов, заинтересованных в инвестировании временно свободных денежных средств.

В наборе 15 (инвестиционная компания) все эти направления работы сочетаются с деятельностью торговой системы. Явный риск — зависимость торговой системы от возможных фатальных последствий дилерских операций или, например, дисбаланса итогов торгов одним и тем же активом на данной торговой площадке между клиентами финансового посредника и результатов собственных операций финансового посредника с этим активом. Однако проведение платежей и клиринга третьими лицами делают такую деятельность достаточно прозрачной, а риски актуальны в основном для самого финансового посредника, ведь действующая система учета прав на финансовые активы обеспечивает высокую вероятность полной идентификации принадлежности активов каждому конкретному клиенту даже в случае банкротства финансового посредника и недобросовестных действий контролировавших его лиц. Принимая во внимание, что такая комбинация направлений работы разрешена, представляется логичным и обоснованным включение в состав направлений работы такого участника функции форекс-дилера как частного случая оказания услуг торговой системы. Тогда такая комбинация, с учетом высоких регуляторных требований, будет иметь экономическую привлекательность, которая пока отсутствует — в текущий момент на российском рынке нет вообще ни одной организации с лицензией торговой системы.

В набор 16 (инвестиционная компания с клирингом) вместо торговой системы входит клиринговая деятельность и деятельность репозитария. Таким образом, полный цикл по обработке сделки сосредоточен в одной организации, лишь платежи и собственно биржевые сделки происходят вне нее. Представляется, что такая комбинация не обеспечивает минимизацию рисков, ведь для обхода необходимости участия в сделках двух вышеуказанных внешних контрагентов инструментов предостаточно. Достаточно совершать безденежные — например, сделки мены — операции на внебиржевом рынке. Высок риск фактической необратимости таких сделок при их выстраивании в длинные цепочки в условиях отсутствия внешнего контроля. Следовательно, есть потребность в дополнительном контроле, например инфраструктурном.

Набор 17 (депозитарий-регистратор) — депозитарий и регистратор, оказывающие также услуги трансфер-агента, оператора обмена цифровых активов, инвестиционной платформы, финансовой платформы и банковского платежного агента. Такой разрешенный набор видов деятельности маловероятен на практике — если бизнес-модель ориентирована на предоставление учетных услуг, то возможно добавление к этому приема платежей и даже финансовой платформы для продажи услуг и продуктов клиентами данного финансового посредника. Но для работы в качестве инвестиционной платформы и оператора

обмена цифровыми активами у такой компании нет ни клиентской базы, ни ориентированного на продажи фронт-офиса. Зачем же тогда объединять это все в одной организации? Синергетического эффекта при таких условиях, очевидно, не достичь.

НЕОБХОДИМЫЕ КОРРЕКТИРОВКИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Итак, мы рассмотрели нормативно допустимые комбинации видов деятельности участников финансового рынка. По итогам данного рассмотрения можно разделить эти комбинации на универсальные компании, работающие по большому количеству направлений и ориентированные на большое количество клиентов — потребителей услуг, и компании, имеющие достаточно узкую направленность и взаимодействующие преимущественно с профессионалами финансового рынка.

Исходя из необходимости сохранения баланса между устойчивостью рынка и повышением эффективности перераспределения им финансовых ресурсов, а также принимая во внимание невозможность на практике административно ограничить совмещение видов деятельности участников рынка, представляется целесообразным разделить их на лиц, осуществляющих системообразующие функции, и иных участников рынка, непосредственно оказывающих на нем услуги клиентам.

К первой категории можно отнести компании с наборами видов деятельности 3 (небанковская кредитная организация — клиринговая организация), 4 (центральный депозитарий) и 13 (биржа). Критичным является внесение в данный перечень деятельности биржи, клиринговой организации, центрального контрагента, центрального депозитария и репозитария. Биржевые торги дают возможность широкому кругу лиц оперативно совершать сделки по рыночным ценам с минимальными издержками и гарантией расчета по совершенным сделкам. Все эти условия могут быть обеспечены лишь при отсутствии у биржи коммерческой заинтересованности в предоставлении каких-либо преференций определенным участникам торгов, что приведет к ее готовности жестко бороться с манипуляциями рынка, невзирая на утраченные при этом потенциальные биржевые комиссии. Финансовая стабильность и независимость от кого-либо из участников торгов является необходимой характеристикой и для центрального контрагента, и для центрального депозитария, и для клиринговой организации, подводящей итоги биржевых торгов. Представляется, что для данных функций обеспечение стабильности финансового рынка превагирует над коммерческой составляющей. Это определяет целесообразность исполнения этих функций компаниями соответствующего профиля, принадлежащих не частному бизнесу, а государству.

Данная позиция основывается на результатах анализа истории развития инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг. Так, в начале его формирования существовало большое количество участников рынка, оказывающих услуги, которые мы отнесли к системообразующим. Уже в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной в 1996 г., отмечалось, что количество участников рынка, включая инфраструктурные организации, сопоставимо с их количеством в странах с развитым рынком капитала. При этом указывалось на поставленные руководством страны задачи по повышению капитализации участников рынка и созданию единого информационного пространства, в том числе для осуществления деятельности по учету ценных бумаг. По результатам анализа конкурентной среды на рынке услуг регистраторов и депозитариев, проведенного Федеральной антимонопольной службой по данным на 2003 г.⁵, рынки

⁵ Анализ конкурентной среды на рынке услуг регистраторов и депозитариев / ФАС, 2005. URL: <https://fas.gov.ru/documents/57545526.07.2005>.

услуг регистраторов и депозитариев обладали на тот момент низкой конкуренцией, при этом лидирующие места в каждом из регионов занимали разные компании. Такое положение вещей определяло высокие риски для инвесторов, ведь зачастую аннулирование лицензии депозитария и его последующее банкротство, несмотря на формальную защиту средств клиентов, на практике приводило к утрате клиентами ценных бумаг. Особенно острое влияние на инвестиционный климат оказывал уход крупных игроков — лицензии лишались даже компании, входящие в пятерку федеральных лидеров. Не меньшие негативные последствия случались и при прекращении деятельности разного размера бирж и клиринговых организаций. При таких условиях уже в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. отмечалось, что большая часть сделок с российскими акциями осуществляется на зарубежных биржах. В качестве мер для исправления ситуации были определены необходимость повышения конкурентоспособности отечественной инфраструктуры, создания центрального депозитария, отделения клиринговой деятельности от биржевой, в том числе за счет государственных средств. Целесообразность реализации этих мер подтвердилась на практике: с 1997 г. до нынешнего времени индекс ММВБ вырос более чем в 39 раз, что даже с учетом инфляции и многих иных факторов указывает на безусловный и значительный рост российского фондового рынка. Этому способствовало формирование по сути единственной биржи за счет объединения двух крупнейших, введение двухуровневой депозитарной системы с формированием подконтрольного бирже центрального депозитария.

Следует отметить, что данные организации в настоящее время и так фактически признаны функционирующими по системообразующим направлениям, поскольку взяты государством под контроль за счет структуры их собственности — опосредованно их основными владельцами является Российская Федерация в лице Росимущества и Банк России.

Что касается остальных компаний, то из направлений их деятельности представляется целесообразным исключить клиринговую деятельность, также отнести ее к системообразующим и передав тем же подконтрольным государству компаниям. На сегодня этот рынок поделен между компаниями и первой, и второй категории со значительным преобладанием первой. Исключение клиринга из возможных направлений деятельности финансовых посредников, на наш взгляд, минимизирует риски совмещения различных видов деятельности за счет неизбежного внешнего инфраструктурного контроля. При этом предлагаемые изменения практически не потребуют передела рынка, фактически сложившееся распределение ролей найдет отражение в законодательстве, что позволит снять избыточные запреты. Так, например, появится возможность разрешить совмещение всех направлений работы депозитария с одновременным оказанием услуг регистратора.

При этом устойчивость рынка будет достигаться за счет комбинации общепризнанных методов воздействия государства, таких как законодательное регулирование, контроль и надзор, и инфраструктурного контроля. Под таким контролем понимается применение всеми инфраструктурными организациями критического подхода к каждой сделке, ее соотнесение с положениями нормативно-правовых актов. Ни один из других методов государственного воздействия на участников рынка, по нашему мнению, не может обеспечить соответствия законодательству и подзаконным актам всех совершаемых участниками рынка операций; пока для анализа доступны лишь крупнейшие сделки либо определенные выборки сделок. А вот инфраструктурная организация, осуществляющая деятельность биржи, клиринговой организации и центрального депозитария, в рамках своей деятельности рассматривает, согласовывает или делает расчеты по любой операции, осуществляемой участниками рынка. При условии, что данное рассмотрение производится контролируемой государством организацией и цель проводимого анализа — обеспечение соответствия проводимых сделок положениям законодательства, возможность совершения незаконных сделок будет минимизирована.

Повышение эффективности финансового рынка обеспечит финансовыми ресурсами как региональные, так и межрегиональные проекты и производства. Развитая система перераспределения финансовых ресурсов позволит привлекать их каждому из регионов вне зависимости от его удаленности и масштаба проектов, поскольку многообразие инструментов и участников рынка даст возможность осуществлять финансирование как в больших, так и сравнительно небольших объемах.

ВЫВОДЫ

Итак, мы рассмотрели особенности комбинаций видов деятельности участников финансового рынка. Многообразие фактических направлений работы конкретных компаний не соответствует регуляторному подходу, ориентированному на регулирование каждого вида деятельности в отдельности. При таких условиях на первый план выходит инфраструктурный контроль, фактически применяемый государством, но не закрепленный в нормативно-правовых актах. Представляется, что осуществление функций биржи, центрального депозитария, центрального контрагента и клиринговой организации компаниями, подконтрольными государству, создаст условия для практически неограниченного совмещения иных видов деятельности на финансовом рынке, в частности, позволит профессиональным участникам рынка ценных бумаг выступать в качестве форекс-дилеров, ломбардам работать в качестве операторов обмена цифровыми активами, а расчетным депозитариям оказывать также спецдепозитарные услуги.

Полагаем, что разделение игроков рынка на функционирующих по системообразующим направлениям и, соответственно, подконтрольных государству и всех остальных, контролируемых частными и корпоративными капиталами, позволит рынку более оперативно реагировать на все риски, возникающие в текущий период высокой турбулентности, а государству с большей эффективностью обеспечивать регулирование бурно растущего и изменяющегося финансового рынка — например, не допустить использования в негативных целях нового, не закрепленного в законодательстве, но активно развивающегося на базе финансового рынка кросс-секторального явления — экосистем.

Список источников

- Абузярова Э. Р. Институциональная среда финансового рынка России // Проблемы экономики и менеджмента. 2015. № 11 (51). С. 4–10.
- Буклемишев О. В., Данилов Ю. А. Современные тенденции институциональной структуры финансового регулирования: моногр. М.: Экономический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова, 2017. 152 с.
- Гаврин Д. А. Экономико-правовые средства обеспечения стабильности банковской системы России // Бизнес, менеджмент и право. 2018. № 2. С. 17–20.
- Дворецкая А. Е. (ред.). Экономическая теория и практика: реальность и потенциал развития. Материалы межвузовской научно-методической конференции. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2020. 2018 с.
- Квасницкая Р. С. Типологизация институтов финансового рынка // Австрийский журнал гуманитарных и общественных наук. 2017. № 1–2. С. 145–154. URL: <https://doi.org/10.20534/AJN-17-1.2-145-154>.
- Самигулина А. В. Гармонизация законодательства, регламентирующего секторальную структуру финансового рынка России // Право и экономика. 2017. № 9. С. 5–15.
- Сенчагов В. К., Губин Б. В. Современные системы развития финансовой системы в условиях глобализации // Современные технологии управления. 2015. № 9 (57). С. 29–39. URL: <https://sovman.ru/article/5705/>.
- Скапенкер О. М. Рынок финансовых услуг: современные тенденции и перспективы // Деньги и кредит. 2013. № 12. С. 14–17.
- Тишева Н. А. Место центрального контрагента в институциональной структуре финансового рынка // Банковское дело. 2019. № 8. С. 52–55.
- Турбанов А. В. Финансовое право и финансовый рынок. Часть 1 // Финансовое право. 2020. № 10. С. 7–12. URL: <https://doi.org/10.18572/1813-1220-2020-10-7-12>.
- Улыбина Л. К., Огорокова О. А. Инвестиционная деятельность страховых институтов в условиях риска и неопределенности // Экономические науки. 2015. № 128. С. 75–84.

Фалеева Н. В. Адаптация институциональной структуры финансовой системы России к процессам финансовой глобализации: автореф. дис. ... канд. экон. наук / Рост. гос. эконом. ун-т. Ростов-на-Дону, 2007. 204 с.

Фрумина С. В. Институциональная структура финансовой среды страхового рынка // Экономика. Налоги. Право. 2012. № 4. С. 122–127.

Цгоева Л. Д. Формирование институциональной структуры финансового рынка: автореферат дис. ... канд. экон. наук / Сев.-Кавказ. гор.-металлург. ин-т. Владикавказ, 2004. 23 с.

References

Abuzyarova E.R. (2015). The Institutional Environment of Russian Financial Market. *Problemy ekonomiki i menedzhmenta – Problems of Economics and Management*, no. 11 (51), pp. 4–10 (In Russ.).

Buklemishev O.V., Danilov Yu.A. (2017). Modern Trends in the Institutional Structure of Financial Regulation, monograph. Moscow: Lomonosov Moscow State University (Faculty of Economics), 152 p. (In Russ.).

Dvoretzkaya A.E. (ed.). (2020). Economic Theory and Practice: Reality and Development Potential: materials of the interuniversity scientific and methodological conference. Moscow: Publishing House "Delo" RANEPА (In Russ.).

Faleeva N.V. (2007). Adaptation of the Institutional Structure of the Russian Financial System to the Processes of Financial Globalization: abstract diss. ... of PhD in Economics. RSUE. Rostov-on-Don, 204 p. (In Russ.).

Frumina S.V. (2012). Institutional Structure of the Financial Environment on the Insurance Market. *Ekonomika. Nalogi. Pravo – Economics. Taxes. Law*, no. 4, pp. 122–127 (In Russ.).

Gavrin D.A. (2018). Economic and Legal Means of Ensuring the Stability of the Russian Banking System. *Biznes, menedzhment i pravo – Business, Management and Law*, no. 2, pp. 17–20 (In Russ.).

Kvasnitskaya R.S. (2017). Typology of Institutions of the Financial Market. *Austrian Journal of Humanities and Social Sciences*, no. 1–2, pp. 145–154 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.20534/AJH-17-1.2-145-154>.

Samigulina A.V. (2017). Harmonization of the Legislation Regulating Sectoral Structure of the Financial Market in Russia. *Pravo i ekonomika – Law and Economics*, no. 9, pp. 5–15 (In Russ.).

Senchagov V.K., Gubin B.V. (2015). Modern Systems for the Development of the Financial System in the Context of Globalization. *Sovremennye tekhnologii upravleniya – Modern Management Technologies*, no. 9 (57), pp. 29–39 (In Russ.).

Skapenker O.M. (2013). Financial Services Market: Current Trends and Prospects. *Den'gi i kredit – Money and Credit*, no. 12, pp. 14–17 (In Russ.).

Tisheva N.A. (2019). The Place of the Central Counterparty in the Institutional Structure of the Financial Market. *Bankovskoe delo – Banking*, no. 8, pp. 52–55 (In Russ.).

Turbanov A.V. (2020). Financial Law and Financial Market. Part 1. *Finansovoe pravo – Financial Law*, no. 10, pp. 7–12 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.18572/1813-1220-2020-10-7-12>.

Tsgoeva L.D. (2004). Formation of the Institutional Structure of the Financial Market: abstract diss. ... of PhD in Economics. North Caucasus Mining and Metallurgical Institute, Vladikavkaz, 23 p. (In Russ.).

Ulybina L.K., Okorokova O.A. (2015). The Investment Activities of Insurance Institutions Under Conditions of Risk and Uncertainty. *Ekonomicheskie nauki – Economic Sciences*, no. 128, pp. 75–84 (In Russ.).

Информация об авторе

Олег Михайлович Скапенкер, кандидат экономических наук, начальник отдела по работе с некредитными финансовыми активами Департамента реализации активов государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов», г. Москва

Information about the author

Oleg M. Skapenker, Candidate of Economic Sciences, Head of the Unit of Department for the Sale of Assets, State Corporation "Deposit Insurance Agency", Moscow

Статья поступила в редакцию 07.07.2021

Одобрена после рецензирования 24.12.2021

Принята к публикации 04.02.2022

Article submitted July 7, 2021

Approved after reviewing December 24, 2021

Accepted for publication February 4, 2022