

Звягинцева Наталья Александровна

кандидат экономических наук,
доцент кафедры банковского дела
и ценных бумаг
Байкальского государственного университета
экономики и права
тел.: (3952) 29-65-63

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ
ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В ОБЛАСТИ
ЗАЩИТЫ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ**

Аннотация:

Обосновывается необходимость совершенствования процессов защиты прав инвесторов со стороны государства в целях повышения инвестиционной активности в РФ. Определены основные критерии, позволяющие охарактеризовать действенность защиты прав инвесторов. Предложена методика оценки результативности защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг.

Ключевые слова:

рынок ценных бумаг, государственное регулирование рынка ценных бумаг, защита прав инвесторов, оценка результативности защиты прав инвесторов.

Zvyagintseva Natalya Aleksandrovna

PhD of Economics,
Assistant Professor of the Banking
and Securities Department,
Baikal National University of
Economics and Law
tel.: (3952) 29-65-63

**IMPROVEMENT OF STATE
REGULATION OF SECURITIES
MARKET CARRYING OUT
FOR INVESTORS PROTECTION
IN THE RUSSIAN FEDERATION**

The summary:

The author reasons the necessity of improving the processes of investor protection by the government in order to increase investment activity in Russia, and identifies the main criteria to describe effectiveness of investor protection. The method of evaluation the effectiveness of protection of investors' rights and lawful interests in securities market is also presented in the article.

Keywords:

securities market, state regulation of securities market, investor protection, assessment of the impact of investor protection.

Современный уровень развития отечественного финансового рынка и усиление его роли в национальной экономике делают все более значимыми решение проблем защиты прав поставщиков инвестиционных ресурсов и ужесточения ответственности за нарушения на финансовом рынке (и, особенно, на рынке ценных бумаг). Неуклонно растут общественные ожидания того, что вложения и сбережения на финансовом рынке будут надежно защищены и государство способно успешно бороться с недобросовестностью финансовых институтов. Правительством России поставлена цель создания самостоятельного мирового финансового центра на основе национального финансового рынка. Однако следует отметить, что в настоящее время выполнение этих положений невозможно без соответствующих изменений в системе государственного регулирования в области защиты прав инвесторов.

Очевидно, что без должной и масштабной оценки реализуемых в настоящий момент государственными органами мероприятий в области защиты прав и законных интересов инвесторов достаточно сложно говорить о том, какие конкретно меры и в какой направленности необходимо предпринять в будущем. В связи с этим предлагаем выделить ряд критериев, с помощью которых можно получить представление о том, насколько своевременны, целесообразны и результативны меры государственного регулирования в исследуемой области.

На наш взгляд, основными критериями, позволяющими оценить результативность защиты интересов инвесторов, а следовательно, и эффективность государственного регулирования финансового рынка и рынка ценных бумаг в данной области служат:

- 1) качество корпоративного управления;
- 2) организация системы постоянного раскрытия информации на финансовом рынке;
- 3) наличие системы противодействия инсайдерской торговле и манипулированию рынком;
- 4) наличие компенсационных механизмов на финансовом рынке;
- 5) уровень ответственности за нарушения на финансовом рынке;
- 6) наличие у инвесторов возможности привлекать к судебной ответственности нарушителей их прав;
- 7) надежность инфраструктуры финансового рынка;
- 8) надежность учетной системы финансового рынка;

- 9) жесткость требований к листингу ценных бумаг и допуску участников торгов на фондовых биржах;
- 10) жесткость требований к независимости и объективности аудиторов;
- 11) наличие законодательных ограничений на совмещение различных видов деятельности на финансовом рынке;
- 12) степень государственного регулирования деятельности инвестиционных аналитиков и рейтинговых агентств;
- 13) эффективность взаимодействия государственных регуляторов рынка ценных бумаг и правоохранительных органов в целях предотвращения нарушений прав инвесторов;
- 14) количество случаев нарушений прав инвесторов;
- 15) размер убытков, причиненных инвесторам.

Приведем короткую аргументацию выбора данного перечня критериев.

Общеизвестно, что корпоративное управление – это система взаимоотношений между владельцами, инвесторами и руководителями корпораций по вопросам управления деятельностью корпораций. Безусловно, корпоративное управление – один из ключевых компонентов финансовой стабильности, поскольку качество корпоративного управления оказывает влияние на качество инвестиционного климата в стране. Очевидно, что для развития инвестиционно направленного рынка ценных бумаг инвесторы должны быть защищены от операций «в собственных интересах» – использования активов корпораций в целях достижения личной выгоды менеджмента компании.

В соответствии с проведенным компанией McKinsey исследованием, в процессе которого было опрошено более 200 инвестиционных компаний в 31 стране мира, включая Россию, установлено, что инвесторы готовы платить больше за акции компаний, прозрачных в управленческом плане и ведущих отчетность в соответствии с мировыми стандартами. По мере развития рынка ценных бумаг в России и выхода российских компаний на европейские и американские биржи все большее значение приобретает отношение к данной компании потенциальных инвесторов. Традиционно оно складывается не только из оценки информации о прибыли, доли рынка и других финансовых и операционных факторов, но и во многом из качественной оценки уровня корпоративного управления в компании. При инвестициях в компании на развивающихся рынках, в том числе в России, более 80 % инвесторов уделяют равное (или даже большее) внимание корпоративному управлению и финансовым вопросам, а около 40 % инвесторов однозначно называют корпоративное управление более важным фактором, чем финансовые результаты.

Данный вопрос принципиально важен для России, так как небольшая ликвидность ценных бумаг многих российских компаний напрямую связана с нежеланием или невозможностью большого количества иностранных инвестиционных фондов инвестировать в Россию в целом и в работающие здесь компании по причине низкого уровня их прозрачности и корпоративного управления. С другой стороны, до последнего времени многие российские компании уделяли больше внимания вопросам финансовой отчетности, нежели вопросам корпоративного управления. Однако подобная тенденция ошибочна. Согласно результатам исследования, практически независимо от страны около 75 % инвесторов готовы платить премию к цене акций компаний с высоким уровнем корпоративного управления. Для России размер такой премии составляет около 38 % [1, с. 128].

Риски корпоративного управления являются составной частью инвестиционных рисков. Поэтому совершенствование корпоративного управления снижает макроэкономические риски, способствует повышению рыночной стоимости корпораций, что ведет к увеличению емкости финансового рынка и повышению его ликвидности. Это в свою очередь влечет увеличение национального богатства. Кроме того, учитывая особенности деятельности институтов коллективного инвестирования, когда на финансовый рынок, в частности, направляются значительные суммы пенсионных накоплений (рассматриваемые как долгосрочные обязательства перед значительным количеством физических лиц), минимизация рисков, связанных с вложением этих средств в корпоративные ценные бумаги, и, следовательно, обеспечение надлежащего корпоративного управления приобретают особенно социальное большое значение.

Один из подходов к определению целевого значения для создания эффективного фондового рынка в России состоит в рассмотрении корпоративного управления в большей степени с точки зрения экономических функций фирмы, а не только с позиций анализа состояния корпоративного права. При данном подходе корпоративное управление получает положительную оценку при наличии двух составляющих: 1) менеджеры обеспечивают максимизацию создаваемого фирмой богатства, 2) фирма распределяет созданное богатство среди акционеров пропорционально их участию в капитале. Определение создаваемого богатства в виде разницы между поступлениями и платежами фирмы имеет преимущество по сравнению с другим опре-

делением – в виде увеличения акционерного капитала. Преимущество предлагаемого критерия заключается в его применимости к более широкой совокупности фирм.

При анализе качества корпоративного управления, также возможно применение числовых индексов. В таблице 1 приведена система таких индексов.

Таблица 1 – Индексы, характеризующие защищенность прав акционеров в странах с переходной экономикой*

Индикаторы	Все страны (24 страны)		Центральная и Восточная Европа(CEE)		Юго-Восточная Европа (SEE)		Россия	
	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998
Индекс соблюдения прав акционеров (LLSVsh)	2,17	3,13	2	3,06	2	2,6	2	5,5
Индекс защищенности целостности рынка (SMINTEGR)	0,96	2,86	1,44	3,44	0,6	2,4	2	3
Индекс соблюдения прав при голосовании (VOICE)	5,89	7,86	4,69	6,72	4,85	6,7	6	12
Индекс соблюдения прав при выходе из корпорации (EXIT)	1,06	1,76	1,06	1,67	0,45	0,9	3	3,75
Индекс защищенности акционеров от менеджмента (ANTIMANAGE)	2,58	3,60	2	3,33	2,8	3,6	3	5
Индекс защищенности миноритарных акционеров от держателей блокирующих пакетов (ANTIBLOCK)	1,85	3,49	1,72	3,53	2	3,3	2	6

*Источник: [2]

Таким образом, уже в 1998 г. правовая база российского фондового рынка лучше обеспечивала защиту прав инвесторов, чем в большинстве других стран с переходной экономикой. Тем не менее иностранные экономические издания в большинстве публикаций в целом отмечают неразвитость корпоративного управления в российских компаниях, недостаточную защищенность инвесторов и связанные с этим риски. Низкие показатели емкости и ликвидности рынка, низкий уровень free float также неопровержимо свидетельствуют: корпоративное управление в России пока не вышло на уровень, необходимый для качественного скачка отечественного рынка.

Неразрывно связанным с критерием «качество корпоративного управления» представляется критерий «степень организации системы постоянного раскрытия информации на финансовом рынке на основе единых стандартов». К сожалению, следует констатировать, что российское законодательство дает широкие возможности для сокрытия состава реальных собственников компаний и ее деятельности. Недостаточная прозрачность существенно повышает транзакционные издержки, связанные с контролем за компаниями со стороны инвесторов.

Вопрос о содержании раскрываемой информации, ее сопоставимости с аналогичной информацией о других компаниях непосредственно связан с переходом компаний к применению международно-признанных стандартов раскрытия информации, в том числе международных стандартов финансовой отчетности и аудита.

К наиболее значимым критериям результативности защиты прав инвесторов можно отнести наличие системы противодействия манипулированию рынком и инсайдерской торговле. Данные операции относятся к коррупционным способам мошенничества, поскольку в подобных случаях участники фондового рынка злоупотребляют своим положением, недобросовестно используют рыночную власть и получают личную выгоду из капиталовложений других инвесторов.

На эффективном фондовом рынке никто из участников не имеет права вводить инвесторов в заблуждение мошенническими операциями, умышленно пытаться воздействовать на цену финансовых инструментов и капитализацию их эмитентов. Такие действия, известные как манипулирование рынком, искажают рыночную информацию, уничтожают механизм справедливого ценообразования, исключают квалифицированное принятие решений инвесторами. Как следствие, это приводит к неэффективному распределению ресурсов в экономике. В странах с развитой экономикой манипулирование рынком считается уголовным преступлением.

Заметим, что на российском фондовом рынке, по причине его узости относительно размера национальной экономики, низкой квалификации мелких инвесторов, отсутствия единого равного доступа к информации, возможность манипулирования чрезвычайно высока.

Как известно, фондовый рынок – это, по сути, рынок информации. Качественная информация необходима инвесторам для принятия обоснованных решений о своих действиях на фондовом рынке. Справедливые котировки ценных бумаг и, следовательно, рыночная капита-

лизация эмитентов формируются в том случае, если вся необходимая информация о финансовых инструментах и их эмитентах [3, с. 44].

В то же время использование инсайдерской информации способствует нечестному перераспределению доходов от менее информированных инвесторам к более информированным. Тем самым нарушаются такие признаки эффективного рынка, как справедливое ценообразование и равенство условий конкуренции. Инсайдерская торговля искажает отражение информации в ценах, что препятствует достижению информационной эффективности рынка. Кроме того, она приводит к нарастающему расхождению между распределением капитала и риска в экономике. В результате исчезает доверие инвесторов к финансовому рынку, и эффективное размещение ресурсов в экономике оказывается невозможным.

Принимая во внимание длительную историю создания российского закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию ценами», необходимо подчеркнуть: международные исследования показали, что принятие и использование законов о борьбе с инсайдерской торговлей ценными бумагами и манипулированием рынком радикально меняет состояние финансовой системы страны. Со снижением числа инсайдерских сделок аналитические оценки стоимости компаний становятся более точными, и у инвесторов появляется больше возможностей для адекватной оценки риска. Кроме того, наличие таких действующих законов позволяет отнести страну к категории государств с регулируемым финансовым рынком. А это снимает многие юридические ограничения, налагаемые на деятельность крупных иностранных инвесторов национальными законодательствами, повышает кредитные рейтинги страны, улучшает инвестиционный климат, делает финансовые рынки более привлекательными.

Также одним из важнейших критериев оценки результативности защиты прав инвесторов является наличие компенсационного фонда. Эффективная деятельность компенсационных фондов существенно улучшает инвестиционный климат для частных инвесторов, а сам инвестиционный процесс становится более безопасным и комфортным. Создание такого фонда является необходимостью для компенсации убытков граждан в случае банкротства лицензированных профессиональных участников рынка ценных бумаг, если в результате этого возврат активов клиентам оказывается невозможным. Компенсационный фонд не должен использоваться для компенсации убытков, вызванных действием рисков операций на фондовом рынке. Существование компенсационного фонда обычно воспринимается инвесторами (в первую очередь, частными) крайне позитивно и является дополнительным стимулом для решения об инвестициях на фондовом рынке.

Важным условием эффективного государственного регулирования фондового рынка служит наличие механизма правовой ответственности, адекватного степени общественной опасности экономических правонарушений. Согласно данным Всемирного банка, строгое регулирование финансового рынка создает условия для высокой ликвидности рынка и капитализации эмитентов, низкой стоимости заемного капитала, что означает высокую эффективность финансовой системы.

Наличие большого числа нарушений прав и законных интересов инвесторов является основной проблемой на пути к созданию справедливого и эффективного фондового рынка. Нарушение прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг можно определить как последствия действий или бездействия эмитента, профессионального участника рынка ценных бумаг, а также иных лиц, в результате которых имело место нарушение прав и законных интересов инвесторов, определенных законодательством Российской Федерации. Такого рода нарушения имеют многообразные формы. Они различаются в зависимости от вида ценной бумаги, размера пакета ценных бумаг, принадлежащих инвестору, а также от других факторов. Так, среди наиболее распространенных нарушений прав акционеров, владеющих мелкими пакетами акций (миноритарные акционеры), можно выделить: нарушение эмитентом порядка подготовки и проведения общих собраний акционеров; установление эмитентом в уставе акционерного общества и/или внутренних документах, регламентирующих деятельность акционерного общества, норм, ограничивающих права и интересы акционеров; нарушение порядка и сроков выплаты дивидендов; нарушение порядка принятия решения о подготовке и организации эмиссии акций, порядка их размещения; непредставление, несвоевременное и неполное раскрытие информации о деятельности акционерного общества; нарушение порядка приобретения крупных пакетов акций акционерных обществ; нарушение требований законодательства о рынке ценных бумаг субъектами инфраструктуры фондового рынка (реестродержателями, депозитариями, брокерами, финансовыми консультантами и иными участниками) и т.д. [4, с. 6].

Очевидно, что подобные правонарушения подрывают доверие к российскому рынку ценных бумаг, способствуют оттоку капитала. Между тем имеющиеся у инвесторов пакеты акций

могут и должны использоваться как инструмент, позволяющий оказывать воздействие на решения, принимаемые эмитентом.

Представленный выше обзор критериев результативности защиты интересов инвесторов позволил сформулировать предположения относительно качественных и количественных значений некоторых из них, при достижении которых финансовый рынок может быть охарактеризован как эффективный и справедливый [5, с. 258] (безусловно, данными критериями характеристика эффективного и справедливого финансового рынка не исчерпываются, однако и они являются вполне показательными для того, что бы описать такой рынок). В целях дальнейшего повышения эффективности действий регулятора, направленных на рост результативности защиты прав инвесторов, считаем целесообразным предложить методику оценки результативности защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг (далее – Методика).

Оценка результативности защиты прав и законных интересов инвесторов осуществляется в целях разработки и принятия регулятивных решений, которые позволят:

а) более эффективно координировать деятельность регулятора в сфере финансового рынка и рынка ценных бумаг, направленную на защиту прав инвесторов в зависимости от конечного результата оценки степени защиты в тот или иной промежуток времени;

б) достигнуть максимально возможной степени защиты прав и законных интересов инвесторов;

в) оптимизировать процесс регулирования и повысить его структурную эффективность.

Оценка результативности защиты прав и законных интересов инвесторов осуществляется на основе ежеквартального мониторинга (1–3 квартала), а также по итогам года критериев результативности защиты прав и законных интересов инвесторов с 1 по 15 (перечислены выше) и позволяет определять итоговый показатель результативности. В зависимости от целесообразности и по решению органа управления регулятора возможна оценка результативности по итогам полугодия и года.

Итоговый показатель результативности представляет собой объективную математическую оценку деятельности по защите прав и законных интересов инвесторов за определенный период времени. По итогам ежеквартальной (полугодовой) оценки определяется промежуточный результат, а по итогам года окончательный результат, позволяющий оценить степень защищенности инвесторов. Учитывая, что расчет итогового показателя результативности защиты прав и законных интересов инвесторов может осуществляться не только центральным аппаратом ФСФР России, но и ее территориальными отделениями, возможно рейтингование территорий по степени защищенности прав инвесторов.

Система оценки включает несколько этапов:

а) сбор и анализ информации, позволяющий составить представление о качественных и определить количественные значения критериев результативности защиты прав и законных интересов инвесторов за оцениваемый период;

б) расчет коэффициента эффективности;

в) расчет частных показателей результативности и итогового показателя результативности;

г) определение рейтинговой оценки региона в зависимости от степени защищенности инвесторов.

Таким образом, оценка результативности осуществляется по пятнадцати критериям (ежеквартально и по итогам года), которые охватывают основные направления деятельности в области защиты прав и законных интересов инвесторов.

Выбор подобного перечня критериев не случаен и предполагает изучение и критический анализ многообразия уже функционирующих рынков ценных бумаг, и главным образом развитых. Опыт, приобретенный в результате длительного функционирования подобных рынков, безусловно, помогает избежать ошибок в области защиты прав инвесторов, которые, возможно, не очевидны при существующем уровне развития российского рынка, но могут проявиться впоследствии.

Для каждого критерия устанавливается наименование, определяется формула, либо алгоритм расчета, удельный вес, нормативное значение и оценка нормативного значения в баллах.

Критерии представляют собой обоснованные показатели, на основе которых возможно осуществить сравнительный анализ и оценить результативность деятельности регулятора рынка ценных бумаг (финансового рынка) по защите прав инвесторов.

Нормативное значение критерия рассчитывается экспертным путем в баллах по 5-ти балльной шкале. Предполагается, что экспертная оценка критериев должна основываться на сравнении показателей, сложившихся в предыдущие годы, либо, если это является адекватным российским условиям, основываться на зарубежном опыте.

Экспертная оценка критериев производится в диапазоне от 4 до 0 баллов:

а) 4 балла – значение критерия превышает или равно целевому ориентиру;

б) 3 балла – значение критерия лежит между значением критерия равным ½ диапазона между средним и лучшим по области и целевым ориентиром;

в) 2 балла – значение критерия лежит между значением критерия равным ½ диапазона между средним и худшим по области и ½ диапазона между средним и лучшим по области;

г) 1 балл – значение критерия лежит между значением критерия равным ½ диапазона между средним и худшим по области и худшим по области;

д) 0 баллов – значение критерия ниже или равно худшему по области.

Оценка результативности защиты прав инвесторов осуществляется последовательно и поэтапно. В основу методики расчета положено сопоставление фактических возможностей государства и показателей, которые обязательны и адекватны деятельности государства в области защиты прав инвесторов (целевой ориентир). Это сопоставление выражается в коэффициенте эффективности.

Как уже было упомянуто, на первом этапе осуществляется сбор и анализ информации, позволяющий составить представление о качественных и определить количественные значения критериев результативности защиты прав и законных интересов инвесторов за оцениваемый период.

На втором этапе критерии результативности деятельности оцениваются «по горизонтали»: результат сравнивается с нормативным значением критерия, после чего производится оценка результата в баллах. Оценка результата в баллах используется в дальнейшем для расчета коэффициента эффективности.

После проведения оценки каждого критерия в баллах определяется коэффициент эффективности ($K_{эф}$) каждого критерия, который рассчитывается как отношение результата к целевому ориентиру по формуле:

$$K_{эф} = \frac{P}{O}, \quad (1)$$

где P – результат оценки в баллах;

O – целевой ориентир.

На третьем этапе после определения $K_{эф}$ для каждого критерия рассчитывается показатель результативности ($П_r$). Показатель результативности рассчитывается как произведение $K_{эф}$ и удельного веса критерия ($У_v$), по формуле:

$$П_r = K_{эф} * У_v, \quad (2)$$

где $K_{эф}$ – коэффициент эффективности;

$У_v$ – удельный вес критерия.

После расчетов показателей результативности по каждому критерию (оценка степени достижения программно-целевых показателей) проводится итоговая оценка результативности защиты прав инвесторов в целом (третий этап). Диапазон оценки лежит в пределах от 0,1 до 1. Чем ближе показатель к 1, тем выше результативность. На основании этого показателя производится ранжирование (четвертый этап) и определяется рейтинг региона в зависимости от степени защищенности инвесторов.

Таким образом, оценка результативности защиты прав и законных интересов инвесторов согласно представленной методике позволит ФСФР России, как основному государственному регулятору, существенно скорректировать свою регулятивную деятельность за счет четкого видения проблем как в сущностном, так и территориальном разрезе.

Ссылки:

1. Алексеева И.А., Звягинцева Н.А. Регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации. Иркутск, 2006.
2. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра: идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf> (дата обращения: 01.02.2012).
3. Елисеева М. Раскрытие информации: соблюдение требований российских и западных инвесторов // Рынок ценных бумаг. 2008. № 6. С. 44–46.
4. Вавулин Д.А. Комментарий к Федеральному закону «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ. М., 2008.
5. Звягинцева Н.А. Использование механизмов защиты прав инвесторов для развития инвестиционно направленного рынка ценных бумаг. Иркутск, 2010.

References (transliterated):

1. Alekseeva I.A., Zvyagintseva N.A. Regulirovanie rynka tsennykh bumag Rossiyskoy Federatsii. Irkutsk, 2006.
2. Rossiyskiy fondoviy rynek i sozдание mezhdunarodnogo finansovogo tsentra: ideal'naya model' fondovogo rynka Rossii na dolgosrochnuyu perspektivu (do 2020 goda). URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf> (date of access: 01.02.2012).
3. Eliseeva M. Raskrytie informatsii: soblyudenie trebovaniy rossiyskikh i zapadnykh investorov // Rynok tsennykh bumag. 2008. No. 6. P. 44–46.
4. Vavulin D.A. Kommentariy k Federal'nomu zakonu "O zashchite prav i zakonnykh interesov investorov na rynke tsennykh bumag" ot 5 marta 1999 g. No. 46-FZ. M., 2008.
5. Zvyagintseva N.A. Ispol'zovanie mekhanizmov zashchity prav investorov dlya razvitiya investitsionno napravlenogo rynka tsennykh bumag. Irkutsk, 2010.