

УДК 336.763(47)  
ББК 65.264-21(2Рос)

**Н.А. ЗВЯГИНЦЕВА**  
*кандидат экономических наук, доцент  
Байкальского государственного университета экономики и права,  
г. Иркутск  
e-mail: ovkl@irk.ru*

## **АКТУАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ ВНЕДРЕНИЯ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ РЕГУЛЯТИВНЫХ ПРОЦЕДУР НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

---

Обосновывается необходимость совершенствования деятельности основного государственного регулятора рынка ценных бумаг Российской Федерации. Акцентируется внимание на необходимости обеспечения инвестиционной направленности рынка ценных бумаг с участием государственного регулятора. Определяются основные направления формирования методики оценки результативности регулятивных процедур на рынке ценных бумаг.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, инвестиции, государственное регулирование рынка ценных бумаг, результативность регулирования рынка ценных бумаг.

---

**N.A. ZVYAGINTSEVA**  
*PhD in Economics, Associate Professor,  
Baikal State University of Economics and Law, Irkutsk  
e-mail: ovkl@irk.ru*

## **IMPORTANT ASPECTS OF INTRODUCING EFFECTIVENESS EVALUATION METHODOLOGY OF REGULATORY PROCEDURES AT STOCK MARKET**

---

The author explains why it is necessary to improve the work of the main state regulatory body of the RF stock market, pays special attention to the need of providing investment focus of the stock market with the state regulator participation and determines the main ways of working out an effectiveness evaluation methodology of regulatory procedures at stock market.

**Keywords:** stock market, investments, state regulation of stock market, effectiveness of stock market regulation.

---

Одной из основных задач, стоящих перед экономической системой любого государства, является стимулирование эффективного перераспределения финансовых ресурсов с целью формирования инвестиционных потоков, направляемых в различные сектора экономики. Один из возможных путей организации подобного перераспределения — использование механизма рынка ценных бумаг. Как показывает обзор работ, посвященных эволюции зарубежных и российского рынков ценных бумаг, инвестиционно направленное функционирование рынка ценных бумаг любого государства невозможно без создания результативной системы его регулирования. Российский рынок ценных бумаг возник в начале 90-х гг. прошлого века. Практически

в тот же период появились первичные элементы системы его регулирования. На формирование системы регулирования рынка ценных бумаг значительное влияние оказали такие специфические российские факторы, как особенности первых этапов становления рынка, заключающиеся в стремительности и турбулентности процессов приватизации, в ходе которых происходило активное вмешательство приватизационных органов (Госкомимущества) в регулирование рынка ценных бумаг. Немаловажным представляется фактор нестабильности российских властных структур. Кроме того, значительное влияние на формирование органов регулирования оказала большая территориальная протяженность Российской Федерации.

Следует подчеркнуть, что по мировой классификации Россия отнесена к числу развивающихся стран, поэтому объективно более значимым и масштабным представляется именно государственное регулирование рынка ценных бумаг. Процессам саморегулирования необходимо отводить дополнительную роль.

В соответствии со Стратегией развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., одной из основных задач деятельности регулирующих органов, направленной на создание в России конкурентоспособного финансового центра, является повышение роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций, что позволит, в свою очередь, обеспечить надежную базу долгосрочного роста экономики. В частности, в стратегии отмечается, что большое значение для расширения инвестиционных потоков, поступающих на российский фондовый рынок, будут иметь внедрение норм пруденциального надзора в отношении участников финансового рынка, унификация принципов и стандартов их деятельности, обеспечение эффективной системы раскрытия информации на финансовом рынке, а также развитие и совершенствование корпоративного управления [4, гл. 3]. Исполнение данных задач требует большой гибкости законодательного регулирования и четкости исполнения установленных регулятивных процедур.

Однако непосредственно сама система регулирования рынка ценных бумаг нуждается в постоянном совершенствовании, необходимость которого наиболее явно проявляется в периоды финансовых кризисов.

Так, ярко недостаточная эффективность аппарата регулирования рынка ценных бумаг проявилась во время финансового кризиса 1998 г. В наиболее острый период (август 1998 г. — февраль 1999 г.), когда отрасль ценных бумаг была практически разрушена, основная деятельность главного регулятора рынка ценных бумаг — Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) — заключалась во внесении не связанных с кризисом изменений в массив нормативных актов, регулирующих фондовый рынок, и противостоянии с Банком России за объект регулирования. Антикризисное регулирование было подменено рутинной

работой. О последствиях подобных недостаточно эффективных действий регулирующих органов свидетельствуют статистические данные: к ноябрю 1999 г. в регионах прекратили существование 40–50% профессиональных участников, в Москве и Санкт-Петербурге — 30–35%; действие 80–90% лицензий, по данным ФКЦБ России, было прекращено. Число участников, заключивших сделки в РТС, сократилось с 451 в октябре 1997 г. до 157 в декабре 1999 г. и 106 в декабре 2001 г., т.е. примерно в 4 раза [1, с. 24].

Анализируя посткризисный период, следует отметить, что до конца 1999 г. со стороны ФКЦБ России, а также саморегулируемых организаций — НАУФОР, ПАРТАД — не было предпринято ни одной официальной попытки разработать антикризисные меры: не был подготовлен официальный доклад, который рассматривал бы факторы системного риска, приведшие к кризису, поведение групп участников в момент кризиса, действия регулирующих органов, направленные на смягчение кризиса, не были разработаны рекомендации по предупреждению будущих кризисов фондового рынка в России.

В результате функционирования регулирующих органов Российской Федерации в 90-е гг. через рынок ценных бумаг так и не поступили долгосрочные инвестиции в реальный сектор экономики, научно-технические инновации, торговлю, в то время как именно объемом производительных инвестиций, привлеченных через фондовый рынок, и измеряется эффективность работы системы регулирования в стране.

В 2007–2008 гг., когда мировой финансовый кризис затронул и российский финансовый рынок, были продемонстрированы значительно большая оперативность и слаженность регулятивных антикризисных мер, что говорит о безусловном совершенствовании процессов регулирования. Так, Федеральной службой по финансовым рынкам Российской Федерации (ФСФР России) как основным регулятором рынка ценных бумаг и некоторых других секторов финансового рынка были предприняты активные действия по оперативному вмешательству в биржевые торговые сессии с целью недопущения падения фондовых индексов и обвала рынка. Согласно приказу ФСФР России от 13 ноября 2008 г. № 08-52/пз-н, внесены изменения

в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. В соответствии с указанными изменениями, в частности, уточнены требования, которым должны соответствовать ценные бумаги для допуска их к торгам, понятие фондового индекса, используемого в целях приостановления торгов, порядок расчета текущих цен ценных бумаг для целей приостановления торгов, увеличены размеры процентных показателей повышения и снижения фондового индекса, являющиеся основанием для приостановления торгов, уточнен порядок приостановления торгов [2].

Кроме того, в условиях неблагоприятной конъюнктуры долгового рынка своевременным представляется принятие изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг», уточняющих порядок эмиссии и обращения биржевых облигаций. Развитие рынка данных финансовых инструментов в некоторой степени реанимировало рынок корпоративных облигаций, объемы которого на тот момент были значительно снизившимися. Так, было установлено, что эмитентом биржевых облигаций (облигаций, эмиссия которых может осуществляться без государственной регистрации их выпуска, регистрации проспекта облигаций и государственной регистрации отчета об итогах выпуска) может быть не только открытое акционерное общество, как это было установлено ранее, но также и любое другое хозяйственное общество, государственная корпорация или международная финансовая организация, если в котируемый список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, включены акции и (или) облигации указанных эмитентов [3].

До сих пор представляются спорными действия государственных регуляторов по проведению интервенций на организованном рынке ценных бумаг (по аналогии с валютными интервенциями) с целью недопущения значительного падения фондовых индексов. Опыт реализации антикризисных мер некоторых зарубежных стран (например, Китая) показывает, что денежные ресурсы, потраченные на поддержание фондового рынка, подразумевающее косвенное поддержание реального сектора экономики, более эффективно было бы направить на непосредственное субсидирование конкретных

отраслей промышленности, нуждающихся в поддержке в период кризиса.

Таким образом, исходя из прогрессивной тенденции к улучшению регулятивного воздействия на рынок ценных бумаг упразднение ФКЦБ России и создание нового регулятора финансового рынка — ФСФР России — являются своевременными и оправданными. Тем не менее для оптимизации системы регулирования рынка ценных бумаг России целесообразно разработать стандартизованную методику оценки эффективности действий регулирующих органов, направленных на упорядочение отношений на рынке ценных бумаг как в текущем, так и кризисном периодах и ведущих в конечном итоге к расширению инвестиционных потоков, поступающих в экономику через фондовый рынок.

Применение подобной методики оценки результативности регулятивных процедур целесообразно как центральным аппаратом, так и территориальными отделениями ФСФР России, поскольку позволяет отслеживать состояние системы регулирования в том или ином регионе и в целом по России с учетом соблюдения интересов всего субъектного состава рынка ценных бумаг (корпоративных, частных, государственных).

К числу стратегических интересов государства, принимаемых во внимание при формировании методики оценки результативности регулятивных процедур, следует отнести:

- повышение доходности региональной экономики (в частности, благодаря стимулированию инвестиционных процессов);
- развитие на данной базе социальной инфраструктуры региона;
- осуществление приоритетных социально-экономических программ;
- стимулирование использования промышленного потенциала предприятий региона с целью роста производства конкурентоспособной продукции;
- активизация научно-технического и инновационного потенциала с целью повышения эффективности экономики региона;
- создание новых рабочих мест, обеспечение занятости населения;
- повышение эффективности использования природных ресурсов;
- оптимизация баланса ввоза-вывоза продукции и услуг через границы региона.

На наш взгляд, результативность выполнения функций государственных органов регулирования на рынке ценных бумаг, в том числе и региональном, должна оцениваться с помощью двух видов критериев:

- технологических (суммарные обороты рынка, стабильность оборотов, суммарная капитализация рынка, стабильность капитализации, количество ликвидных ценных бумаг на рынке, степень демонополизации рынка и т.д.);

- социально-экономических (удельный вес доходов от ценных бумаг в совокупном доходе населения, степень равномерности распределения этих доходов среди населения, доля ценных бумаг в сбережениях населения, степень равномерности распределения этой доли среди населения, удельный вес владельцев ценных бумаг среди населения и т.д.).

Формируя методику оценки результативности регулятивных процедур, автор предлагает объединить вышеотмеченные критерии в единый интегральный индекс регулирующего воздействия, не только отражающий узконаправленную область непосредственно регулирования рынка ценных бумаг в интересах государства и его экономических субъектов, но также учитывающий общее макроэкономическое состояние экономики. Сущностной основой индекса является факт нормального функционирования субъектов рынка ценных бумаг в наличествующей на данном временном отрезке макроэкономической среде и под существующим на данном временном отрезке регулятивным воздействием государственного и негосударственного регуляторов. Таким образом, с помощью индекса регулирующего воздействия представляется возможным оценить как непосредственно эффективность регулятивных процедур, так и реакцию участников рынка на изменение степени регулятивного воздействия и трансформацию общеэкономической ситуации в стране.

Необходимость разработки подобного комплексного индекса, на наш взгляд, не вызывает сомнений: именно на основе подобных индикаторов возможно оценивать состояние системы регулирования того или иного сегмента в общем макроэкономическом климате страны. Однако практически все существующие в настоящее время ме-

тоды оценки деятельности регулирующих органов и индикаторы имеют узкую направленность — оценка действий лишь конкретного регулятора. Кроме того, они зачастую сосредоточиваются исключительно на констатации динамики тех или иных показателей без ее соответствующего причинно-следственного анализа.

Учитывая вышеназванный аспект, автор считает, что регулирующие рынок ценных бумаг органы должны проводить анализ как макроэкономических данных, предоставляемых официальными статистическими органами России, так и данных об общем состоянии рынка ценных бумаг и данных, получаемых от участников рынка в процессе осуществления регулируемыми органами регулятивных процедур в совокупности.

Аргументируя необходимость разработки индекса регулирующего воздействия, отмечаем следующие аспекты:

- ввиду отсутствия четкой системы показателей, формируемых регулируемыми органами, считаем необходимым разработать унифицированную систему показателей. Расчет подобного сводного индекса, включающего как показатели макроэкономического развития в целом, так и конкретные показатели развития отрасли рынка ценных бумаг, позволит не только осуществлять всестороннее исследование состояния системы регулирования на отдельной территории, но и путем сравнительного анализа сопоставимых показателей получить представление о состоянии системы регулирования в стране в целом;

- ввиду отсутствия каких-либо общепринятых методик оценки как состояния рынка ценных бумаг, так и осуществляемых конкретных регулятивных процедур со стороны регулирующих органов, считаем возможным внедрить методику оценки, основанную на расчете интегрального индекса и анализе составляющих его показателей;

- ввиду недостаточно четкого взаимодействия между структурами, регулирующими рынок ценных бумаг и остальные сегменты финансово-экономической системы государства, наблюдается низкий уровень информативности. Недостаточный обмен информацией приводит к повышению роли такого фактора, как неопределенность, при принятии тех или иных решений в области формирования политики развития различ-

ных сегментов экономической системы со стороны соответствующих государственных регуляторов. В данной ситуации внедрение интегрального индекса регулирующего воздействия способно двояко решить данную задачу. С одной стороны, для формирования такого индекса необходимо получить сведения от различных экономических структур и субъектов, что автоматически подразумевает установление четких информативных каналов прямой и обратной связи. С другой стороны, значение индекса регулирующего воздействия, рассчитываемое ежемесячно, должно быть доступно всем экономическим субъектам — как юридическим и физическим лицам, так и государственным структурам и ведомствам — в целях оценки и анализа состояния рынка ценных бумаг, отдельных его сегментов и последующего принятия решений о потенциальных объектах инвестирования. Таким образом, внедрение интегрального индекса регулирующего воздействия косвенным образом приведет к решению одной из важнейших задач фондового рынка любого государства — привлечение инвестиций с использованием механизма рынка ценных бумаг.

Следует отметить, что, на наш взгляд, показатели, входящие в интегральный индекс и исчисляемые на основании информации, полученной из экспертной корзины участников, необходимо подбирать не произвольно, руководствуясь общепринятыми нормами

анализа любой категории рынков, а таким образом, чтобы они:

- адекватно отражали степень регулируемости участников фондового рынка (или рынка ценных бумаг в целом) на всей подведомственной тому или иному территориальному отделению ФСФР России территории с учетом масштабов рынка данной территории;

- были стандартными и однотипными для всех территориальных отделений ФСФР России.

Таким образом, по мнению автора, в общем виде интегральный индекс регулирующего воздействия представляет собой сумму взвешенных индексов по различным отраслевым группам экономики, взвешенных индексов оценки общего состояния регионального рынка ценных бумаг, взвешенных индексов результативности регулятивных процедур, осуществляемых регулятором. Подобный принцип формирования позволяет говорить о том, что сводный интегральный индекс адекватно отражает состояние системы регулирования фондового рынка в общей макроэкономической среде.

Разработка и внедрение индекса регулирующего воздействия будут способствовать повышению эффективности функционирования системы регулирования рынка ценных бумаг России и, как следствие, расширению инвестиционных потоков, поступающих в отечественную экономику через рынок ценных бумаг.

#### Список использованной литературы

1. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002.
2. О внесении изменений в некоторые приказы Федеральной службы по финансовым рынкам [Электронный ресурс]: утв. приказом ФСФР России от 13 нояб. 2008 г. № 08-52/пз-н. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. О внесении изменений в статью 27.5.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс]: федер. закон от 30 дек. 2008 г. № 320-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 г. [Электронный ресурс]: утв. распоряжением правительства Российской Федерации от 29 дек. 2008 г. № 2043-р. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

#### References

1. Mirkin Ya.M. Rynok tsennykh bumag Rossii: vozdеistvie fundamental'nykh faktorov, prognoz i politika razvitiya. M., 2002.
2. O vnesenii izmenenii v nekotorye prikazy Federal'noi sluzhby po finansovym ryнкam [Elektronnyi resurs]: utv. prikazom FSFR Rossii ot 13 noyabrya 2008 g. № 08-52/pz-n. Dostup iz sprav.-pravovoi sistemy «Konsul'tantPlyus».
3. O vnesenii izmenenii v stat'yu 27.5.2 Federal'nogo zakona «O rynke tsennykh bumag» [Elektronnyi resurs]: feder. zakon ot 30 dek. 2008 g. № 320-FZ. Dostup iz sprav.-pravovoi sistemy «Konsul'tantPlyus».
4. Strategiya razvitiya finansovogo rynka RF na period do 2020 g. [Elektronnyi resurs]: utv. rasporyazheniem pravitel'stva Rossiiskoi Federatsii ot 29 dek. 2008 g. № 2043-r. Dostup iz sprav.-pravovoi sistemy «Konsul'tantPlyus».