

# ФИНАНСОВАЯ, НАЛОГОВАЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

## FINANCIAL, TAX AND MONETARY POLICY

УДК 336.763(47)

DOI [10.17150/1993-3541.2014.24\(6\).5-14](https://doi.org/10.17150/1993-3541.2014.24(6).5-14)

*Н. А. ЗВЯГИНЦЕВА*

*Байкальский государственный университет  
экономики и права,  
г. Иркутск, Российская Федерация*

### ОЦЕНКА ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ МЕХАНИЗМОВ САМОРЕГУЛИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

**Аннотация.** В настоящее время дискуссионным является вопрос о необходимости и степени допущения механизмов саморегулирования. Данный аспект является актуальным и для рынка ценных бумаг, на котором саморегулирование применяется достаточно долгое время. В статье описывается формат социального саморегулирования, уточняется сущность саморегулируемых организаций, выявляются их признаки и особенности. Акцентируется внимание на положительных эффектах от присутствия саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг. С другой стороны, отмечается наличие проблемных аспектов в деятельности саморегулируемых организаций, связанных, прежде всего, с их двойственной ролью, а также указывается на присутствие объективных лимитов саморегулирования. Выявляется степень допущения саморегулирования в общем объеме регулятивных процессов в современных условиях. Конкретизируются особенности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг в Российской Федерации, а также аргументируются рамки использования института саморегулирования. При рассмотрении функциональных особенностей российских саморегулируемых организаций в сопоставлении с государственным регулированием делается заключение о недостаточном использовании их потенциала.

**Ключевые слова.** Рынок ценных бумаг; саморегулирование; саморегулируемые организации; регулирование рынка ценных бумаг; государственное регулирование; профессиональные участники рынка ценных бумаг.

**Информация о статье.** Дата поступления 7 ноября 2014 г.; дата принятия к печати 19 ноября 2014 г.; дата онлайн-размещения 29 декабря 2014 г.

*N. A. ZVYAGINTSEVA*

*Baikal State University of Economics and Law,  
Irkutsk, Russian Federation*

### EVALUATING THE OPPORTUNITIES OF SELF-REGULATION MECHANISMS APPLICATION IN THE SECURITIES MARKET

**Abstract.** The issues of necessity and extent of self-regulation mechanisms application are controversial today. Such aspects are also crucial for the securities market where self-regulation has been put into practice for a long while. The article describes the format of social self-regulation, specifies the nature of self-regulatory organizations and defines their features and characteristics. The positive effects of presence of self-regulatory organizations in the securities market are stressed. On the other hand, the author denotes the presence of problematic aspects in self-regulatory organizations performance related to their dual role along with the presence of objective limits of self-regulation. The extent of self-regulation in the total amount of regulatory processes is defined. The article also designates the features of self-regulatory organizations of the professional securities market participants in the Russian Federation and defines the framework of self-regulation. Considering the functional features of Russian self-regulatory organizations in comparison with state regulation, it is concluded that their potential is applied insufficiently.

**Keywords.** Securities market, self-regulation, self-regulatory organizations, securities market regulation, government regulation, securities market professional participants.

**Article info.** Received November 7, 2014; accepted November 19, 2014; available online December 29, 2014.

Особенности развития современных экономических систем актуализировали вопросы о степени сочетания государственного регулирования и саморегулирования в рыночной экономике. Данные аспекты находят отражение в активизации критики неолиберализма, теоретическим

основанием которого являются превалирующие в конце XX — начале XXI в. идеи монетаризма, как одного из течений современной неоклассики. В принципе, любое из современных неоклассических направлений (монетаризм, новая классическая школа, «теория предложения») стремится

доказать неэффективность и нежелательность активной государственной политики, делая упор на процессы саморегулирования рынка [2; 3]. Кризисные явления конца первого десятилетия XXI в. поставили под сомнение данные утверждения как относительно развития экономической системы в целом, так и ее отдельных сегментов. В рамках данной статьи предпримем попытку преломить данную проблематику на вопросы регулирования рынка ценных бумаг.

Саморегулирование на рынке ценных бумаг активнее всего реализуется в социальном формате, т. е. в процессе деятельности различных объединений, способствующих установлению цивилизованных взаимоотношений между участниками рынка ценных бумаг. Очевидно, что в объединение вступают субъекты, имеющие общие или сходные экономические интересы, способствующие объединению разрозненных участников в единую совокупность. Подобное объединение может иметь статус саморегулируемой организации, которой государство передает часть регулирующих функций на определенном сегменте рынка ценных бумаг.

Дефиниции понятия «саморегулируемая организация» (табл. 1) четко визуализируют сущность социального саморегулирования: участники объединяются в целях упорядочения ведения своей деятельности. При этом государство отдает часть своих функций по регулированию и надзору за рынком для того, чтобы профессионалы рынка самостоятельно устанавливали определенные правила и осуществляли контроль за их исполнением, имея в виду, что этот контроль (по объему и качеству) значительно результативнее, чем надзорная деятельность, ограниченная рамками государства.

Принимая во внимание различные точки зрения на сущность саморегулируемых организаций, конкретизируем их основные признаки:

– добровольное объединение (в соответствии с российским законодательством саморегулируемой организацией признается объединение не менее 10 профессиональных участников рынка ценных бумаг, получивших разрешение федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг)<sup>1</sup>;

– членство тех или иных участников рынка в зависимости от объекта саморегулирования, поскольку один и тот же предмет не может регулироваться сразу двумя или более однотипными органами;

– передача части регулирующих функций от государства;

– конкретный перечень выполняемых функций, суть которых сводится к разработке правил и стандартов профессиональной деятельности и операций на рынке, контролю за соблюдением установленных правил и нормативов, осуществлению профессиональной подготовки кадров, обеспечению связи и защиты интересов участников рынка в государственных органах управления, информационной деятельности на рынке.

Возвращаясь к искомому вопросу, какая же концепция регулирования (основанная исключительно на государственном вмешательстве, либо саморегулировании) наиболее приемлема в современных условиях, отмечаем, что необходимым условием результативного регулирования будут выступать не полярные концепции, а синергизм государственного и саморегулирования в рамках системы регулирования рынка ценных бумаг как сегмента любой экономической системы.

Сосредоточение профессиональных участников рынка в рамках саморегулируемой организации, как социального формата саморегулирования, позволяет им самим координировать свою деятельность, руководствуясь нормами сформированного государством действующего законодательства. Принимая во внимание медлительность и консерватизм, объективно свойственные государственному аппарату, а также значительную отчужденность государственных служащих от узкопрофильных предмета и сферы регулирования, именно саморегулируемые организации обладают большими возможностями квалифицированно и оперативно выстраивать отношения как между самими профессиональными участниками рынка ценных бумаг, так и между профессиональными участниками и их клиентами, а также контролировать соблюдение действующих норм.

В системе отношений между субъектами рынка ценных бумаг саморегулируемые организации занимают место своеобразного посредника между государственными регуляторами и участниками фондового рынка. С одной стороны, саморегулируемая организация — представитель и выразитель интересов профессиональных участников перед государством, с другой — квалифицированный агент государства как всеобщего регулятора. Объективно такая позиция позволяет использовать саморегулируемые организации как инструмент согласования интересов участников рынка ценных бумаг с интересами государства.

<sup>1</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 27 июля 2014 г.). Ст. 50.

Таблица 1

**Дефиниции понятия «саморегулируемая организация»**

Определение	Источник	Комментарии
Предпринимательские ассоциации, добровольные объединения, устанавливающие для своих членов формальные правила в ведении бизнеса	Я. М. Миркин [6]	Недостатком данного определения является отсутствие акцента на одном из обязательных признаков саморегулируемой организации, отличающей ее от других подобных объединений формата социального саморегулирования, — передаче части регулятивных функций от государственных регуляторов
Ассоциации, союзы и связанные договорными отношениями сообщества профессиональных участников рынка ценных бумаг	Т. Б. Бердникова [1, с. 69]	Данное определение, затрагивая лишь субъектный состав, не раскрывает функциональной значимости саморегулируемых организаций, в том числе роли делегата некоторых функций государственного регулирования
Некоммерческие, негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе, с целью регулирования определенных аспектов рынка на основе государственных гарантий поддержки, выражающихся в присвоении им государственного статуса саморегулируемой организации	Е. Есипов [5, с. 35]	Достаточно полная трактовка, однако, выделение в качестве саморегулируемых только тех организаций, которые получили государственный статус (лицензия разрешение), несколько сужает сферу социального саморегулирования
Добровольные некоммерческие организации, создаваемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг и действующие в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах	Временное положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг : постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 12 июля 1995 г. № 3. Разд. 2. П. 2.1	Первое определение саморегулируемой организации в российском законодательстве
Некоммерческие организации, созданные в целях, предусмотренных федеральным законодательством, основанные на членстве, объединяющие субъектов предпринимательской и профессиональной деятельности определенного вида исходя из единства отрасли производства товаров (работ, услуг) или рынка произведенных товаров (работ, услуг) либо объединяющие субъектов	О саморегулируемых организациях : федер. закон от 1 дек. 2007 г. № 315-ФЗ. Ст. 3. П. 1	Определение носит глобальный обобщающий характер, затрагивает отношения, лежащие за пределами рынка ценных бумаг
Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг именуется добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, учрежденное как некоммерческая организация с целью обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами и контроля за их соблюдением	О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 27 июля 2014 г.). Ст. 48	Наиболее полная и детализированная формулировка, учитывающая специфику отношений в сфере рынка ценных бумаг

Необходимость присутствия саморегулируемых организаций как регуляторов рынка ценных бумаг не вызывает сомнений. При этом системой регулирования рынка ценных бумаг достигается несколько положительных эффек-

тов [7; 11], способных благотворно повлиять на результативность регулирования:

– поступление более качественной экспертной информации по вопросам функционирования рынка ценных бумаг, носителем которой

выступает профессиональное сообщество участников рынка ценных бумаг, по сравнению с информацией, доступной государственному регулятору;

– присутствие фактора гибкости саморегулирования: саморегулируемые организации не испытывают на себе так называемых «ограничений государственного аппарата» в отличие от государственных регуляторов;

– сокращение государственных расходов на регулирование и контроль в соответствующих сферах деятельности, где этим занимаются саморегулируемые организации, а также отсутствие необходимости финансирования деятельности саморегулируемых организаций;

– рост результативности государственного регулирования за счет замены оперативного контроля за деятельностью участников рынка ценных бумаг на законодательное регулирование и уменьшения управленческих связей (объектом регулирования и контроля являются одна или несколько саморегулируемых организаций, а не множество участников рынка);

– формирование механизма предотвращения коррупции государственных служащих, поскольку устраняется необходимость непосредственного взаимодействия с ними участников фондового рынка по некоторым текущим вопросам их деятельности;

– возможность оказывать влияние на деятельность конкретного саморегулятора путем избрания органов управления саморегулируемой организации, контроля за их деятельностью, надзора за расходованием членских взносов, при этом снижаются транзакционные и иные издержки;

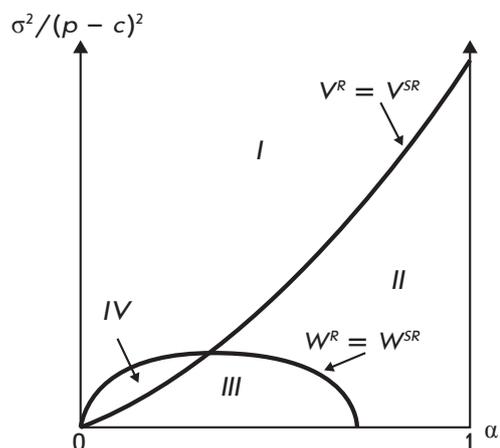
– наличие фактора дисциплинарного принуждения со стороны саморегулируемых организаций к своим членам — нарушителям действующих правил и прав клиентов — позволяет оперативно наводить и поддерживать порядок в соответствующей сфере.

Тем не менее, стоит подчеркнуть, что в современных условиях государственное регулирование объективно должно превалировать над процессами саморегулирования: недостатки современной неоклассической парадигмы в вопросах регулирования социально-экономических систем очевидны, о чем свидетельствуют глобальные кризисные явления в мировой экономике на протяжении последних лет и перманентно нарастающие экологические и социальные проблемы. В таком случае, условно принимая, что государственное регулирование рынка ценных бумаг перманентно должно составлять 51 % и бо-

лее от всего объема регулирования рынка ценных бумаг, актуальным становится вопрос: какая же доля будет приходиться на саморегулирование.

Опираясь на рассмотренные положительные эффекты саморегулирования (в частности, первый из них), отметим следующее: являясь, по сути, объектом регулирования, профессиональные участники рынка ценных бумаг в силу своего статуса лучше ориентируются и больше осведомлены о текущем состоянии и проблемах рынка. При подобных обстоятельствах выработка коллегиального регулятивного решения членами саморегулируемой организации сопряжена с намного более низким уровнем неопределенности, чем в условиях государственного регулирования<sup>1</sup>.

Считается, что именно данное преимущество саморегулируемых организаций оказывает влияние на распределение регулятивных функций между государственными регуляторами и саморегуляторами. Причем решение о долевом соотношении принимают высшие органы именно государственной власти. В работе P. Grajzl и P. Murrell «Allocating lawmaking powers: self-regulation vs government regulation» рассматриваются ситуации, в которых государство избирает разные режимы сочетания государственного и саморегулирования, руководствуясь собственными возможностями повышения общественного благосостояния (рис.).



Саморегулирование и государственное регулирование: общественное благосостояние и польза для государства (Источник: [14, p. 530])

<sup>1</sup> International Council of Securities Associations. Best Practices for Self-Regulatory Organizations. URL : [http://www.icsa.bz/html/statements\\_and\\_letters.html](http://www.icsa.bz/html/statements_and_letters.html); International Council of Securities Associations. Self-Regulation in Financial Markets: An Exploratory Survey. URL : <http://www.icsa.bz/pdf/Self-Regulation Financial Markets.pdf>.

N. A. ZVYAGINTSEVA

Выбор варианта сочетания государственного регулирования  $R$  и саморегулирования  $SR$  осуществляется на основе сопоставления ожидаемого благосостояния общества  $W$  при том или ином режиме и пользе для государства  $V$ . Авторы [14, р. 529–530] интерпретировали полученные результаты в виде следующих формул:

$$W_{SR} > (<)W_R \Leftrightarrow \frac{\sigma^2}{(p-c)^2} + \frac{3}{4}\alpha^2 - \frac{1}{2}\alpha > (<)0;$$

$$V_{SR} > (<)V_R \Leftrightarrow \frac{\sigma^2}{(p-c)^2} + \frac{1}{4} \left[ \frac{4 + 3\gamma_R + \gamma_{SR}}{(\gamma_R - \gamma_{SR})} \right] \alpha^2 > (<)0. \quad (1)$$

Согласно данным формулам факторами, детерминирующими решение о выборе режима сочетания государственного регулирования и саморегулирования, выступают:

- степень готовности государства защищать права инвесторов  $\alpha$ ;
- степень поляризации (несовпадения) интересов профессионалов рынка (для России — некредитных финансовых организаций) и интересов инвесторов  $(p-c)^2$ ;
- степень неопределенности ситуации  $\sigma^2$ .

Рассматривая последний фактор, конкретизируем, что неопределенность ситуации подразумевает отсутствие в разработанной государством правовой базе функционирования финансового рынка детализации различных регулятивных мер и процедур, отсутствие моделирования определенных ситуаций и регулятивных решений для каждой из них. Ситуация высокой неопределенности характерна для стран с прецедентной системой права (США, Канада, Австралия, Великобритания до реформы 1998 г.), и наоборот, в странах с континентальной системой права (Германия, Франция, Япония) степень неопределенности ситуации наименьшая.

Ситуация, когда оптимальным является избрание режима значительного объема регулятивных полномочий у саморегулируемых организаций с позиций, как общественного благосостояния, так и пользы для государства, соответствует I области (см. рис.). Для данной области характерна высокая неопределенность текущей ситуации  $\sigma^2$ , низкая поляризация интересов инвесторов и профессионалов рынка и неготовность государства принимать на себя обязательства по защите прав инвесторов.

Таким образом, инструменты саморегулирования будут применяться государством в значительном объеме в том случае, когда слишком высока неопределенность ситуации, а несовпадение интересов профессионалов рынка и инвесторов наименьшее. Тогда масштабная передача регулятивных полномочий от государства саморегулируемым организациям (однако не более 49 % от общего объема регулирования) будет оправданной как с точки зрения максимизации пользы для государства от более результативного регулирования, так и в глобальном плане с позиций роста общественного благосостояния. Именно поэтому страны с прецедентной системой права предпочитают использовать механизмы саморегулирования как преобладающие при построении системы регулирования рынка ценных бумаг.

В России сложилась скорее романо-германская (континентальная) система права, подразумевающая существенную детализацию разрабатываемых на государственном уровне регулятивных процедур, что сигнализирует о низкой степени неопределенности. Одновременно степень несовпадения интересов профессионалов рынка ценных бумаг и инвесторов достаточно высокая (это подтверждает значительное число случаев злоупотребления правами инвесторов). Сочетание данных факторов свидетельствует о необходимости преобладания в России именно государственного регулирования. Следует отметить, что даже в развитых странах роль государства в регулировании экономических процессов в последние годы значительно усилилась [3, с. 8; 4].

Одним из положительных эффектов от существования института саморегулирования, как было нами отмечено ранее, является наличие фактора гибкости саморегулирования, предопределенной отсутствием «ограничений государственного аппарата». С позиций государственного устройства деятельность государственного регулятора жестко детерминирована и регламентирована. В своей деятельности он руководствуется заранее делегированным ему объемом полномочий и не вправе выходить за рамки собственной компетенции без предварительного согласования с вышестоящими инстанциями. В выражении (1) это обстоятельство находит отражение в форме коэффициента институциональной «негибкости» саморегулируемых организаций  $\gamma_{SR}$  и государственного регулятора  $\gamma_R$ , при этом  $\gamma_R > \gamma_{SR}$ . Указанный фактор гибкости также

## FINANCIAL, TAX AND MONETARY POLICY

воздействует на соотношение в распределении полномочий между государственным регулятором и саморегулируемыми организациями. Подразумевается, что чем выше гибкость саморегулируемых организаций, тем больше польза от этого государству, заинтересованному в защите интересов инвесторов.

Обладая высокой гибкостью, саморегулирование способно уравновесить регулятивное воздействие, не допуская ни чрезмерно жесткого регулирования, подразумевающего всесторонний контроль государственного регулятора за функционированием рынка ценных бумаг, ни чрезмерно слабого регулирования, когда степень силы контроля приближается к нулевому значению. Гибкость саморегулирования обнаруживает себя в сравнительной свободе вырабатываемых регулятивных решений в условиях динамично меняющейся среды финансовых рынков. Считается, что гибкость и скорость реагирования являются базовыми аргументами в пользу присутствия института саморегулирования на рынке ценных бумаг [18]. Гибкость саморегулирования позволяет применять регулятивные процедуры «тонкой настройки», заключающиеся в разработке стандартов профессиональной этики и адаптации «наилучших правил» регулирования, в том числе содержащие более жесткие нормы в сравнении с нормами государственного регулирования [21, р. 445].

Исследуя вопрос о соотношении государственного и саморегулирования для достижения синергетического эффекта в деятельности системы регулирования рынка ценных бумаг, необходимо коснуться проблематики нахождения лимита саморегулирования. Предтечей возникновения подобного лимита является двойственная функциональная роль саморегулируемой организации в системе регулирования рынка ценных бумаг. С одной стороны, делегируемые государством регулятивные полномочия позволяют говорить о саморегулируемой организации как об органе контроля и надзора за профессиональными участниками рынка ценных бумаг, по характеру весьма схожему с государственным. Однако, с другой стороны, одним из ключевых направлений деятельности саморегулируемой организации является защита профессиональных участников (членов данной саморегулируемой организации), лоббирование их коммерческих интересов и сглаживание отрицательного внешнего влияния, исходящего, в частности, и от государственных органов. Данную особенность деятельности

саморегулируемых организаций отмечают, в частности, в своих работах J. Carson, S. Gadinis, P. Mahoney [9; 10; 12; 16].

Таким образом, основным лимитом степени использования института саморегулирования выступает конфликт между регулятивной функцией саморегулируемой организации, полученной от государства, и лоббированием интересов своих членов-профессионалов рынка в соответствии с их коммерческими интересами. Конфликт интересов выступает естественным пределом саморегулирования, обусловленным необходимостью коллегиального принятия регулятивных процедур профессиональными участниками, направленных на себя самих. Конфликт интересов дисбалансирует стройную систему естественных мотиваций саморегулирования к реализации регулятивных функций, являясь тем самым лимитом саморегулирования. Стимулом к появлению саморегулируемой организации, как формата социального регулирования, выступает, в первую очередь, более сильный экономический интерес ее членов, имеющий более высокий приоритет в сравнении с реализацией регулятивных полномочий, а саморегулируемая организация как единое целое неизбежно находится под влиянием своих членов (данное противоречие рассматривается, в частности, в [15; 17; 20]).

Предпосылкой возникновения конфликта интересов является факт наделения саморегулируемой организации делегированной государством властью, которая может быть использована не по целевому назначению. Таким образом, происходит замена целеполагания с повышения результативности регулирования и роста общественного благосостояния на максимизацию собственной прибыли за счет наличия фактора властного воздействия [19, р. 591]. При этом может возникнуть следующая ситуация. Рынок ценных бумаг, как сегмент рыночной экономики, способен приносить доход для своих участников. Между тем, саморегулируемая организация, также выступая участником рынка, лишена в силу особенностей своей основной деятельности, возможности непосредственно извлекать блага фондового рынка. Тогда вероятна ситуация, когда саморегулируемая организация при выработке регулятивных решений подспудно будет принимать во внимание тот факт, что у нее нет легальной возможности компенсировать свои потери потенциального дохода — это значит, что наилучшее регулятивное решение саморегулируемой

N. A. ZVYAGINTSEVA

организации с перечисленных позиций и с точки зрения общих целей деятельности системы регулирования рынка ценных бумаг вероятнее всего не совпадут [13].

Причем с течением времени наблюдается обострение конфликта интересов из-за ослабления взаимообусловленности коммерческих и регулятивных мотиваций деятельности саморегулируемой организации. Если на первоначальных этапах развития рынка ценных бумаг основные регулятивные функции естественным образом концентрировались в рамках саморегулируемых организаций как альтернатива хаосу и невозможности организовать хотя бы сколь угодно малое упорядоченное функционирование рынка, то на современном этапе регулирование рынка для профессионального сообщества модифицировалось из острой необходимости в обязанность, и естественная мотивация негосударственного регулирования оказалась исчерпанной. Данное обстоятельство также может рассматриваться как лимит саморегулирования.

Недостатком деятельности саморегулируемых организаций может являться нарушение отраслевого принципа их образования. В результате возникает множественность регуляторов, воздействующих на один и тот же элемент объекта регулирования, что приводит к дублированию функций саморегулируемых организаций и смешению их компетенций и затруднению взаимодействия между ними для целей повышения результативности регулятивного процесса. В глобальном итоге подобное может иметь следствием рост затрат на регулирование финансового рынка в целом. Применительно к современному российскому рынку ценных бумаг можно констатировать данную ситуацию: четкие границы между типами членов ведущих саморегулируемых организаций практически исчезли. Так, Национальная ассоциация участников фондового рынка наряду с Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев включают в состав своих членов депозитарию. Существует несколько саморегулируемых организаций, объединяющих управляющих на рынке ценных бумаг (Национальная ассоциация участников фондового рынка, НП «Национальная лига управляющих», НП «Объединение профессиональных управляющих финансового рынка»).

Подводя итог оценке необходимости и возможности сочетания государственного и саморегулирования для достижения синергетического

эффекта в регулировании рынка ценных бумаг, отмечаем следующие аспекты.

Во-первых, в современных условиях развития экономических систем в силу объективных причин государственное регулирование должно превалировать над саморегулированием. Поскольку естественные причины присутствия саморегуляторов на рынке ценных бумаг отошли на второй план, государству необходимо создавать условия для существования института саморегулирования. Однако экстраполируя ситуацию на российский рынок ценных бумаг, следует подчеркнуть крайне незначительную роль саморегулируемых организаций в процессах регулирования рынка ценных бумаг, не позволяющую использовать все положительные эффекты саморегулирования (табл. 2). Кроме того, в России биржи (в отличие от зарубежных стран) не обладают статусом саморегулируемой организации, а, следовательно, не могут в полной мере реализовать свою регулятивную функцию. Таким образом, для российского рынка ценных бумаг очевидны существенные резервы повышения роли саморегулирования даже при неоспоримом преваливании государственного регулирования.

Во-вторых, присутствие саморегулируемых организаций позволяет повысить результативность регулирования благодаря ряду положительных эффектов. Функциональные особенности регулятивной деятельности саморегулируемых организаций и возникающие при этом положительные эффекты являются сугубо специфическими и не могут быть воспроизведены государственными регуляторами.

В-третьих, государственным регуляторам априори не присуща двойственная роль саморегулирования. Между тем, на развивающихся рынках ценных бумаг (к числу которых относится и российский фондовый рынок) возможность отстаивать интересы профессионального сообщества, корректируя жесткость государственного регулирования, представляется крайне важным для достижения видового разнообразия участников рынка.

В-четвертых, регулятивная деятельность государственных регуляторов и саморегуляторов взаимосвязана и взаимообусловлена: первые не способны так глубоко и детализированно проникнуть в регулятивный процесс, последние на современном этапе не смогут полноценно реализовывать свои регулятивные функции без правовых рамок и поддержания общего правопорядка в отрасли ценных бумаг со стороны государства.

Таблица 2

**Распределение регулятивных полномочий между государственными органами регулирования, саморегулируемыми организациями и биржами в России**

Сфера регулирования	Нормотворчество			Правоприменение (контроль, надзор, обеспечение правопорядка)		
	Банк России	Саморегулируемая организация	Биржа	Банк России	Саморегулируемая организация	Биржа
Процедура эмиссии ценных бумаг (в том числе регистрация выпусков ценных бумаг, проспектов ценных бумаг, отчетов об итогах выпуска ценных бумаг)	+	-	-	+	-	-
Обеспечение раскрытия информации на рынке ценных бумаг	+	-	-	+	+/-	+/-
Защита прав инвесторов и потребителей финансовых услуг на рынке ценных бумаг	+	-	-	+	+/-	+
Формирование и контроль исполнения стандартов корпоративного управления	+	-	-	+	-	-
Предотвращение правонарушений на рынке	+	-	-	+	+/-	+
Формирование правил торговли	-	-	+	-	-	+
Регулирование деятельности организаторов торговли	+	-	...	+	-	...
Регулирование деятельности посреднических институтов (брокеры, дилеры, управляющие ценными бумагами) и прочих инфраструктурных организаций (клиринговые компании, депозитарии, реестродержатели) рынка ценных бумаг, в том числе пруденциальное регулирование	+	-	-	+	+/-	-

В-пятых, на определение конкретных пропорций государственного и саморегулирования влияет ряд объективных факторов (в частности, степень готовности государства защищать права инвесторов (в глобальном плане: готовность в принципе выполнять свои регулятивные функции), степень несовпадения интересов профессионалов рынка и инвесторов, степень неопределенности ситуации).

В-шестых, существует ряд лимитов саморегулирования, ограничивающий масштабы его использования на рынке ценных бумаг (конфликт интересов, нецелевое использование властных полномочий, неоптимальность финансирования, несоблюдение отраслевого принципа формирования саморегулируемых организаций).

Государственное регулирование и саморегулирование, представляя собой две стороны единого целого, тем не менее, существенно отличаются друг от друга. Однако регулятивная деятельность одного может оказаться незаменимой в тех ситуациях, когда в силу собственных ограничений другой компонент не может прийти к оптимальным регулятивным решениям. Именно это и есть концентрированная суть синергетического эффекта сочетания государственного регулирования и саморегулирования.

Задачей результативного регулирования является формирование сбалансированного сочетания государственного и саморегулирования, минимизирующего лимиты саморегулирования и максимизирующего его преимущества.

**Список использованной литературы**

1. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее / Т. Б. Бердникова. — М. : Инфра-М, 2013. — 396 с.
2. Винокуров М. А. Гражданская трибуна: с чего начать модернизацию России / М. А. Винокуров. — М. : СВР-Медиапроекты, 2011. — 78 с.
3. Винокуров М. А. Роль государства в формировании конструктивной модели экономических связей и социальных отношений / М. А. Винокуров // Экономика и управление. — 2013. — № 4 (90). — С. 7–11.
4. Елькина Н. В. Современное государственное управление и государственная служба / Н. В. Елькина, М. В. Винокурова, И. В. Елькин. — Иркутск : Изд-во БГУЭП, 2013. — 165 с.
5. Есипов В. Е. Ценообразование на финансовом рынке / В. Е. Есипов. — СПб. : Питер, 2001. — 170 с.
6. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. — М. : Перспектива, 1995. — 550 с.
7. О совершенствовании регулирования финансового рынка : аналит. материалы / под ред. В. С. Плещачевского, П. М. Ланского. — М. : Издание Государственной Думы, 2008. — 35 с.

N. A. ZVYAGINTSEVA

8. Самаруха В. И. Основы регионального менеджмента / В. И. Самаруха, Т. Г. Краснова. — Красноярск : Изд-во КГТУ, 2002. — 135 с.
9. Carson J. W. Conflicts of interest in self-regulation: can demutualized exchanges successfully manage them? / J. W. Carson // World Bank Policy Research Working Paper. — 3183. — 2003. — December. — 29 p.
10. Carson J. W. Managing Conflicts of Interest in TSX / J. W. Carson // Listed Company Regulation. — 2010. — URL : <http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2008/12/TSX-Listings-Conflicts-final-report-23-Jul.pdf>.
11. Dombalagian O. H. Demythologizing the Stock Exchange: Reconciling Self-Regulation and the National Market System / O. H. Dombalagian // University of Richmond Law Review. — 2005. — May. — URL : <http://ssrn.com/abstract=579261>.
12. Gadinis S. Markets as regulators: a survey / S. Gadinis, H. E. Jackson // Southern California Law Review. — 2007. — September. — 70 p.
13. Grajzl P. Industry self-regulation, subversion of public institutions, and social control of torts / P. Grajzl, A. Baniak // International Review of Law and Economics. — 2009. — № 29. — P. 360–374.
14. Grajzl P. Allocating lawmaking powers: self-regulation vs government regulation / P. Grajzl, P. Murrell // Journal of Comparative Economics. — 2007. — № 35. — P. 520–545.
15. Karmel R. S. Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations be Considered Government Agencies? / R. S. Karmel // Stanford Journal of Law, Business, and Finance. Brooklyn Law School. Legal Studies Paper. — 2008. — № 86. — 67 p.
16. Mahoney P. G. Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds / P. G. Mahoney // Journal of Economic Perspectives. — 2004. — № 18 (2). — P. 161–182.
17. Mahoney P. G. Public and Private Rule Making in Securities Markets / P. G. Mahoney // Policy Analysis. — 2003. — № 498. — P. 1–16.
18. Mahoney P. G. The Political Economy of the Securities Act of 1933 / P. G. Mahoney. — URL : <http://ssrn.com/abstract=224729>.
19. Maxwell J. W. Self-Regulation and Social Welfare: The Political Economy of Corporate Environmentalism / J. W. Maxwell, T. P. Lyon, S. C. Hackett // Journal of Law and Economics. — 2000. — Vol. 43, № 2. — P. 583–617.
20. Pan E. J. Structural Reform of Financial Regulation / E. J. Pan. — URL : <http://ssrn.com/abstract=1333385>.
21. Shleifer A. Understanding Regulation / A. Shleifer // European Financial Management. — 2005. — Vol. 11, № 4. — P. 439–451.

### References

1. Berdnikova T. B. *Rynok tsennykh bumag: proshloe, nastoyashhee, budushhee* [Securities Markets: Past, Present and Future]. Moscow, Infra-M Publ., 2013. 396 p.
2. Vinokurov M. A. *Grazhdanskaya tribuna: s chego nachat' modernizatsiyu Rossii* [The Civil Tribune: how to start the modernization of Russia]. Moscow, SVR-Mediaproekty Publ., 2011. 78 p.
3. Vinokurov M. A. The Russian Federation: its role in shaping the post-crisis model of economic ties, financial growth and social relations. *Ekonomika i upravlenie = Economic and Management*, 2013, no. 4 (90), pp. 7–11. (In Russian).
4. Elkina N. V., Vinokurova M. V., Elkin I. V. *Sovremennoe gosudarstvennoe upravlenie i gosudarstvennaya sluzhba* [Modern public administration and public service]. Irkutsk, Baikal State University of Economics and Law Publ., 2013. 165 p.
5. Esipov V. E. *Tsenoobrazovanie na finansovom rynke* [Pricing in the financial market]. St. Petersburg, Piter Publ., 2001. 170 p.
6. Mirkin Ya. M. *Tsennye bumagi i fondovyy rynek* [Securities and stock market]. Moscow, Perspektiva Publ., 1995. 550 p.
7. Pleskachevskoy V. S., Lanskoj P. M. (ed.) *O sovershenstvovanii regulirovaniya finansovogo rynka* [On enhancing the financial market regulation]. Moscow, Gosudarstvennaya Duma Publ, 2008. 35 p.
8. Samarukha V. I., Krasnova T. G. *Osnovy regional' nogo menedzhmenta* [Basics of Regional Management]. Krasnoyarsk, KGTU Publ., 2002. 135 p.
9. Carson J. W. Conflicts of interest in self-regulation: can demutualized exchanges successfully manage them? *World Bank Policy Research Working Paper*, 2003, no. 3183, December, 29 p.
10. Carson J. W. Managing Conflicts of Interest in TSX. *Listed Company Regulation*, 2010. Available at: <http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2008/12/TSX-Listings-Conflicts-final-report-23-Jul.pdf>.
11. Dombalagian O. H. Demythologizing the Stock Exchange: Reconciling Self-Regulation and the National Market System. *University of Richmond Law Review*, 2005, May. Available at: <http://ssrn.com/abstract=579261>.
12. Gadinis S., Jackson H. E. Markets as regulators: a survey. *Southern California Law Review*, 2007, September. 70 p.
13. Grajzl P., Baniak A. Industry self-regulation, subversion of public institutions, and social control of torts. *International Review of Law and Economics*, 2009, no. 29, pp. 360–374.
14. Grajzl P., Murrell P. Allocating lawmaking powers: self-regulation vs government regulation. *Journal of Comparative Economics*, 2007, no. 35, pp. 520–545.
15. Karmel R. S. Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations be Considered Government Agencies? *Stanford Journal of Law, Business, and Finance. Brooklyn Law School. Legal Studies Paper*, 2008, no. 86. 67 p.
16. Mahoney P. G. Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds. *Journal of Economic Perspectives*, 2004, no. 18 (2), pp. 161–182.

17. Mahoney P.G. Public and Private Rule Making in Securities Markets. *Policy Analysis*, 2003, no. 498, pp. 1–16.
18. Mahoney P. G. *The Political Economy of the Securities Act of 1933*. Available at: <http://ssrn.com/abstract=224729>.
19. Maxwell J. W., Lyon T. P., Hackett S. C. Self-Regulation and Social Welfare: The Political Economy of Corporate Environmentalism. *Journal of Law and Economics*, 2000, vol. 43, no. 2, pp. 583–617.
20. Pan E. J. *Structural Reform of Financial Regulation*. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1333385>.
21. Shleifer A. Understanding Regulation. *European Financial Management*, 2005, vol. 11, no. 4, pp.439–451.

#### Информация об авторе

Звягинцева Наталья Александровна — кандидат экономических наук, доцент, докторант, кафедра банковского дела и ценных бумаг, Байкальский государственный университет экономики и права, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: legnata2010@yandex.ru.

#### Библиографическое описание статьи

Звягинцева Н. А. Оценка возможности применения механизмов саморегулирования на рынке ценных бумаг / Н. А. Звягинцева // Известия Иркутской государственной экономической академии. — 2014. — № 6 (98). — С. 5–14. — DOI: [10.17150/1993-3541.2014.24\(6\).5-14](https://doi.org/10.17150/1993-3541.2014.24(6).5-14).

#### Author

Natalia A. Zvyagintseva — PhD in Economics, Associate Professor, candidate for a doctoral degree, Department of Banking and Securities, Baikal State University of Economics and Law, 11 Lenin St., 664003, Irkutsk, Russian Federation, e-mail: legnata2010@yandex.ru.

#### Reference to article

Zvyagintseva N. A. Evaluating the opportunities of self-regulation mechanisms application in the securities market. *Izvestiya Irkutskoy gosudarstvennoy ekonomicheskoy akademii = Izvestiya of Irkutsk State Economics Academy*, 2014, no. 6 (98), pp. 5–14. (In Russian). DOI: [10.17150/1993-3541.2014.24\(6\).5-14](https://doi.org/10.17150/1993-3541.2014.24(6).5-14).