

0-793559

На правах рукописи

Фиолетов Евгений Борисович

**РАЗВИТИЕ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В БРОКЕРСКОЙ
И ДИЛЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность 08.00.10

«Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2008 г.

~~28 11 58/01-1228 08~~

Работа выполнена в Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова на кафедре «Биржевое дело и ценные бумаги»

Научный руководитель - доктор экономических наук, профессор
ГАЛАНОВ Владимир Александрович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
СЕМЕНКОВА Елена Вадимовна

кандидат экономических наук
КОБИЦАНОВ Михаил Юрьевич

Ведущая организация - Всероссийский заочный финансово-
экономический институт

Защита состоится «18» декабря 2008 г. в 11 часов на заседании диссертационного совета Д 212.196.02 при Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова по адресу: 117998, Москва, Стремянный переулок, 36.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке РЭА им. Г.В. Плеханова.

Автореферат разослан «17» ноября 2008 г.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000690411

Ученый секретарь
диссертационного совета

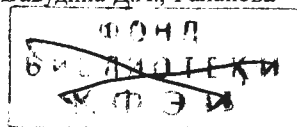
A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Маршавина'.

Маршавина Л.Я.

I. Общая характеристика работы

Актуальность темы диссертации. Стратегической задачей современной государственной экономической политики в России является достижение устойчивого экономического роста, требующего наличия адекватной финансовой системы, а также интенсификации процесса трансформации временно свободных средств организаций и населения в инвестиции. Рынок ценных бумаг является самым эффективным сегментом финансового рынка, который позволяет решать эту задачу. Организации, осуществляющие брокерскую и дилерскую профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, выступают важнейшими инфраструктурными элементами современного фондового рынка. На российском рынке ценных бумаг в настоящее время работают более 1400 организаций, имеющих лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, однако уровень развития их бизнеса все еще не позволяет им в полной мере решать задачи организации эффективного функционирования фондового рынка, поэтому они стремятся найти наиболее приемлемые способы интеграции своего бизнеса. Процессы организации эффективного бизнеса организаций, занимающихся брокерской и дилерской деятельностью, сталкиваются с рядом проблем, требующих специального изучения.

В последние годы появилось множество исследований учебного и практического характера по технике осуществления брокерской и дилерской деятельности. Отдельные аспекты профессиональной деятельности широко освещаются в статьях, публикуемых в периодических изданиях. Среди наиболее известных авторов, работы которых были опубликованы по тематике организации деятельности на рынке ценных бумаг, а также различных аспектов проведения брокерских и дилерских операций, можно отметить работы Вавудина Д.А., Галанова



В.А., Ковалева В.В., Миловидова В.Д., Миркина Я.М., Стрельцова А.В., и Тормозовой Т.В.

Несмотря на достаточно высокий уровень решения многих отдельных проблем организации брокерско-дилерской деятельности, которые приведены в исследованиях данных авторов, стоит отметить, что специальные научные исследования, посвященные брокерско-дилерской деятельности, в России пока отсутствуют.

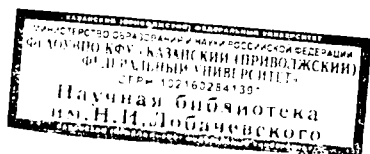
Цель диссертационного исследования – на основе обобщения практики дилерской и брокерской деятельности на российском и зарубежном рынках ценных бумаг раскрыть механизмы их интеграции для определения направлений повышения эффективности и резервов развития интегрированных брокерско-дилерских организаций.

Основные задачи исследования:

- уточнить сущность посредничества, в том числе торгового посредничества на рынке ценных бумаг;
- выявить роль посредников в трансформации сбережений в инвестиции на современном фондовом рынке;
- разработать перспективную модель развития интегрированной брокерско-дилерской организации;
- обосновать пути интеграции брокерской и дилерской деятельности на фондовом рынке;
- выработать рекомендации регуляторам финансовых рынков для совершенствования деятельности интегрированных брокерско-дилерских организаций.

Объектом исследования является деятельность брокеров и дилеров – профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Предметом исследования являются теоретические и практические проблемы развития интеграционных процессов в брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг.



Теоретическую и методологическую базу исследования составили научные концепции и разработки в области методов регулирования брокерско-дилерской деятельности, управления возникающими при этом рисками, методами эффективного ценообразования на фондовом рынке, содержащиеся в публикациях российских и зарубежных ученых, прикладных исследованиях в области теории финансовых рынков и финансового посредничества, законодательных и нормативных актах официальных органов, документах саморегулируемых организаций, монографиях, статьях, финансовых отчетностях организаций, занимающихся брокерской и дилерской деятельностью, статистических данных за период 1993-2008 гг.

Информационная база исследования. В работе использованы нормативно-правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам, Банка России в области регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также данные национального и международного фондовых рынков.

Научная новизна работы состоит в следующем:

- уточнены понятия посредничества, брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг с учетом сущности осуществляемой финансовой деятельности, а также вида получаемого дохода;
- выявлено влияние основных тенденций рынка ценных бумаг (концентрация, централизация, виртуализация, секьюритизация активов и обязательств) на интеграцию брокерско-дилерской деятельности, которая проявляется в создании новых элементов инфраструктуры фондового рынка – интегрированных брокерско-дилерских организаций, оказывающих широкий спектр финансовых услуг;
- определены тенденции развития брокерско-дилерской деятельности, состоящие в универсализации, компьютеризации, концентрации и интегрированности с другими сегментами фондового рынка;

— установлены правовые и экономические границы интеграции брокерской и дилерской деятельности в структуре функций единой интегрированной посреднической компании, которые включают в себя как невозможность выполнения интегрированными брокерско-дилерскими организациями ряда банковских функций (осуществление кредитования клиентов, проведение клиринга между клиентами), так и сложности выхода их бизнеса за пределы рынка ценных бумаг (например, отсутствие возможности выхода на кредитный рынок в качестве маркет-мейкера);

— разработана модель современной интегрированной брокерско-дилерской организации нового типа, суть которой состоит в возможности организации «финансового супермаркета» с принятием функций маркет-мейкера по широкому спектру финансового рынка;

— раскрыто влияние интеграции брокерско-дилерской деятельности на развитие российского рынка ценных бумаг, выражающееся в усилении роли IPO в процессе привлечения капиталов компаниями, расширении сектора слияний и поглощений, активизации трейдерской деятельности, общем увеличении клиентской базы, усилении транснационализации финансового бизнеса на российском рынке ценных бумаг.

Практическая значимость работы. Выявлены взаимосвязи между состоянием экономики, действиями финансовых регуляторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Даны рекомендации по трансформации бизнеса интегрированных брокерско-дилерских организаций. Обоснована необходимость изменений в государственном регулировании брокерско-дилерской деятельности в России в области лицензирования, расширения круга операций интегрированных компаний, создания страховых фондов компаний в целях эффективного риск-менеджмента.

Апробация результатов работы. Полученные результаты могут быть использованы:

- интегрированными брокерско-дилерскими организациями для эффективного менеджмента в условиях глобальной финансовой интеграции;
- органами финансового регулирования в рамках их деятельности по исследованию рисков корпоративного управления брокерско-дилерских организаций, в том числе при разработке нормативных документов и целевых программ развития фондового рынка;
- при преподавании дисциплин: «Рынок ценных бумаг», «Биржевое дело», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг».

II. Основное содержание работы

Исходя из цели и поставленных в диссертации задач, в работе исследованы три группы проблем.

Первая группа проблем связана с определением сущности брокерской и дилерской деятельности, микро- и макроэкономических аспектов развития интеграционных процессов указанных видов профессиональной деятельности на российском рынке ценных бумаг.

Рыночный посредник – это участник рынка, который связывает продавцов и покупателей. Рыночных посредников можно разделить на два типа:

- посредники на товарных рынках, которые доводят товар до конечного потребителя;
- посредники на финансовых рынках, которые перераспределяют капитал между участниками финансового рынка.

Рынок ценных бумаг является важнейшим сегментом финансового рынка, посредничество на котором можно разделить на:

- торговое (обеспечение связи продавцов и покупателей ценных бумаг);

— неторговое (обеспечение учета владельцев ценных бумаг, организация рынка, информационное обеспечение и т.п.).

Торговые посредники рынка ценных бумаг – это коммерческие организации, специализирующиеся на предоставлении торговых услуг своим клиентам на основе сбора и использования информации финансового рынка. Даже при постоянно меняющихся условиях внешней окружающей среды их необходимо рассматривать с учётом этой специализации.

Основными функциями торговых посредников на рынке ценных бумаг являются:

1. Непосредственно торговые функции:

- сведения продавцов и покупателей (благодаря деятельности посредников осуществляется перераспределение капитала между участниками рынка);
- ценообразующая (деятельность торговых посредников оказывает непосредственное влияние на цены финансовых инструментов);
- поддержания ликвидности (деятельность посредников на рынке обеспечивает рыночную ликвидность).

2. Вспомогательные функции:

- информационная (сбор и использование рыночной информации);
- учетная (учитывается право собственности владельцев ценных бумаг);
- сберегательная (хранение средств клиентов).

Основными видами деятельности в области торгового посредничества на рынке ценных бумаг являются брокерская и дилерская деятельности. Согласно Закону РФ «О рынке ценных бумаг», брокерской деятельностью признается деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента

эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи этих ценных бумаг по ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность.

Проведенный в работе анализ сущности торгового посредничества на рынке ценных бумаг позволил выделить его «эталонные», «чистые» типы, которые в реальной жизни совмещаются в разных сочетаниях (табл.1).

Таблица 1

Типы торговых посредников на рынке ценных бумаг

Тип посредника	Сущность деятельности	Вид дохода
1. Брокер	совершение сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом	комиссионные
2. Дилер	купля-продажа ценных бумаг от своего имени и за свой счет посредством выставления собственных котировок	курсовые разницы
3. Доверительный управляющий	создание фондов из привлеченных средств для дальнейшего размещения этих средств в доходные активы от своего имени и за свой счет(банки) или от своего имени и за счет вкладчиков (инвестфонды)	разница между доходами от размещения средств и расходами по привлечению средств , комиссия за управление

Важнейшим условием в пользу интеграции брокерской и дилерской деятельности в рамках одного бизнеса является общность регулятивных требований к ним, которые проявляются в следующем:

- во-первых, наличие возможности совмещения брокерской и дилерской деятельности в рамках одной организации, а также возможности совмещения профессиональными участниками рынка ценных бумаг брокерской и дилерской деятельности с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг;
- во-вторых, единые квалификационные требования к специалистам финансового рынка, осуществляющим брокерскую и дилерскую деятельность (руководителям, специалистам, контролерам);
- в-третьих, установление нормативов достаточности собственных средств для профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность.

Сложившиеся на российском рынке ценных бумаг России организационно-правовые условия в целом благоприятствуют интеграции брокерской и дилерской деятельности в рамках одной организации. В то же время существуют серьезные экономические факторы, обуславливающие этот процесс. Прежде всего, это общность экономического содержания брокерской и дилерской деятельности - сам смысл их состоит в совершении сделок купли-продажи ценных бумаг. По сути, это два проявления одной и той же деятельности:

- в одном случае комиссия сразу включается в цену,
- в другом комиссия начисляется по фактическим понесенным расходам.

Это отражается на общих технических условиях обоих видов деятельности (необходимость доступа к системе биржевых торгов, специальное оборудование, средства связи), однотипности документации. Соединение брокерской и дилерской деятельности в рамках одной

организации дает эффект масштаба и, как следствие, экономию на издержках в расчете на одну сделку как за счет уменьшения издержек на поиск информации, так и за счет повторяемости сделок, повышения эффективности использования дорогостоящего оборудования. Эффект масштаба состоит в выборе взаимовыгодного вида оформления сделки для брокер-дилера и клиента инвестора. Например, при совершении сделки между двумя клиентами одного дилера (matching) акции остаются в депозитарии дилера и нет трансакционных издержек. Если эту сделку оформлять брокеру, то ее надо проводить через биржу и возникнут дополнительные расходы.

Кроме того, как правило, брокерская и дилерская деятельность сочетается с депозитарной деятельностью, доверительным управлением, что еще больше усиливает диверсификацию деятельности организации в целом и способствует общему повышению экономической эффективности.

Благоприятные организационно-правовые факторы в совокупности с экономической целесообразностью создают объективные возможности для интеграции брокерской и дилерской деятельности в рамках одной организации. С точки зрения системного подхода, брокерско-дилерская организация представляет собой достаточно сложное образование, в составе которой четко выделяются относительно обособленные, взаимосвязанные подсистемы – брокерская и дилерская деятельность. Оба вида деятельности взаимно дополняют друг друга и обеспечивают организации финансовый результат, по размерам превосходящий суммарный результат деятельности двух гипотетических организаций, каждая из которых занималась бы только одним из исследуемых видов деятельности. С большой степенью вероятности можно предположить, что с точки зрения общего финансового результата здесь наблюдается не просто сложение сил (аддитивность), а эффект совместного действия, синергия.

Брокерско-дилерские организации как финансовые посредники в пределах предоставленной им компетенции выполняют следующие специфические функции, способные воздействовать на эффективность фондового рынка в целом:

- сокращают общий уровень транзакционных издержек в экономике за счет концентрации информации о сделках, что облегчает их клиентам поиск партнеров и выбор наилучшего варианта исполнения сделки;
- уменьшают риски клиентов (консультационные услуги, обязанность предупреждать клиентов о возможных рисках);
- усиливают финансовые возможности клиентов-инвесторов посредством предоставления им кредита (маржинальные сделки);
- снижают риск неисполнения клиентских биржевых сделок (обязанность брокера гарантировать клиентские платежи).

Результатом деятельности брокерско-дилерских компаний является общее повышение эффективности функционирования фондового рынка, то есть качества выполнения всех его функций. Брокерско-дилерские организации, взятые в совокупности, образуют единую макроэкономическую структуру (ее можно условно назвать «Совокупный брокер-дилер»), которая занимает центральное место на рынке ценных бумаг и играет ключевую роль в макроэкономическом процессе движения денежных потоков по следующим направлениям:

- во-первых, опосредует движение денежных средств между эмитентами и инвесторами на первичном рынке ценных бумаг;
- во-вторых, опосредует движение денежных потоков между инвесторами на вторичном рынке ценных бумаг;
- в-третьих, непосредственно участвует в процессе движения денежных средств как на первичном, так и на вторичном рынках

ценных бумаг, представляя собственные интересы брокерско-дилерских организаций.

В наиболее общем виде место брокерско - дилерской деятельности в макроэкономическом процессе движения денежных потоков на рынке ценных бумаг можно представить следующим образом (рис.1).

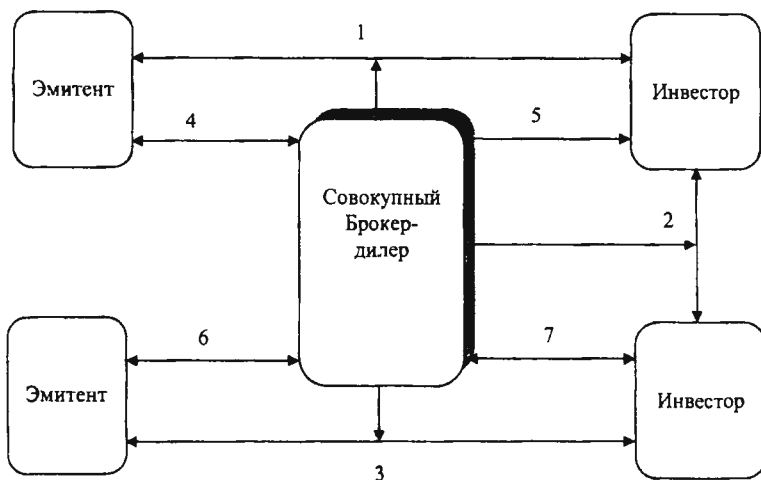


Рис. 1. Место брокерско-дилерской деятельности в макроэкономическом процессе движения денежных потоков на рынке ценных бумаг (1,2, 3 – участие в сделках в качестве посредника-брокера, 4,5,6,7 – сделки от своего имени и за свой счет)

Основными причинами интеграции брокерской и дилерской деятельности на макроуровне являются:

- возможность использования средств клиентов по брокерским сделкам в качестве «бесплатного» заемного капитала;
- возможность брокеру быть дилером и наоборот в зависимости от рыночной ситуации, что обеспечивает гибкость менеджмента на рынке;

— снижение совокупных издержек и увеличение прибыли интегрированных компаний по сравнению с компаниями, осуществляющими лишь только брокерскую или дилерскую деятельности.

Интегрируясь на микроуровне, брокерская и дилерская деятельность выступает на макроэкономическом уровне как единый комплекс, совместным результатом которой является общее состояние фондового рынка – объемы финансовых вложений организаций и домохозяйств, уровень рыночной капитализации, сложившееся в стране распределение прав между инвесторами и кредиторами по долевым и долговым ценным бумагам. В настоящее время брокерско-дилерская деятельность на рынке ценных бумаг в России активно развивается, а, следовательно, макроэкономический процесс трансформации сбережений в инвестиции становится более интенсивным.

Вторая группа проблем, исследуемых в диссертации, связана с определением тенденции развития интеграционных процессов в брокерско-дилерской деятельности на российском и международном рынках ценных бумаг. Брокерские и дилерские фирмы, а также организации, совмещающие данные виды профессиональной деятельности, являются важнейшими элементами инфраструктуры фондового рынка.

Периодически возникающие финансовые кризисы в мировой экономике вследствие накатывания волн спекулятивного капитала, ставят вопросы о месте и роли организованных рынков ценных бумаг. Основное значение здесь приобретает развитие инфраструктуры фондовых рынков. Создание крупных торговых, депозитарных и расчетных центров в мировой торговле стало возможным с применением новых информационных технологий, что позволяет считать организованные рынки ценных бумаг одними из стабилизаторов системы мировой

экономики в условиях ее возможных колебаний. Современную ситуацию отличает сложная структура рынков ценных бумаг с точки зрения используемых инструментов, необычайно возросшая скорость осуществления сделок (и, соответственно, колоссальный рост оборотов), когда миллиардные суммы переводятся с одного рынка на другой в доли секунды.

От 40 до 50% мирового рынка акций, облигаций и деривативов приходится на США, а страны «большой семерки» в целом занимают на нем 70-80%. Несмотря на опережающие темпы роста формирующихся рынков (emerging markets), их доля в мировом рынке ценных бумаг не превышает 10%.

В США исторически сложилось разделение финансовых структур по сегментам: после финансового кризиса 30-х годов 20 века был принят акт Гласса-Стигала, который жестко ограничил возможности работы банков на инвестиционном рынке. Соответственно, регулирование фондового рынка в США строилось по функциональному признаку. Однако в 1999 г был принят акт Грамма-Лича-Блилей, фактически отменивший действие акта Гласса-Стигала и разрешивший банкам работать с промышленным капиталом и осуществлять инвестиционную деятельность. Данное обстоятельство дало мощнейший импульс развитию интегрированных компаний, сочетающих в себе брокерскую, дилерскую деятельность, а также услуги в сфере доверительного управления. Тенденции развития мирового фондового рынка, а именно, глобализация, секьюритизация, компьютеризация и виртуализация способствуют возникновению интегрированного международного рынка ценных бумаг с преобладающим лидерством на нем интегрированных компаний.

Так, в условиях глобализации рынков крупные интегрированные брокерско-дилерские компании имеют очевидное конкурентное преимущество перед прочими финансовыми посредниками благодаря

гибкости проводимых им операций на разных специфических рынках. Тенденция секьюритизации создает благодатную почву для развития широкого спектра посредничества на фондовом рынке интегрированных компаний. Компьютеризация позволяет разрабатывать торговые платформы с разнообразным набором клиентских сервисов, где клиент может «и не знать», в качестве брокера или дилера выступает провайдер услуги. Виртуализация является наиболее перспективным направлением для развития брокерско-дилерских услуг из-за высочайшего темпа роста рынка деривативов, которые способны в ближайшей перспективе реально «поглотить» по объемам рынок первичных бумаг.

Интеграционные процессы в брокерско-дилерской деятельности на российском рынке ценных бумаг развивались вместе с глобальным рынком и характеризуются следующими тенденциями:

- 1) универсализация брокерско-дилерских услуг;
- 2) концентрация брокерско-дилерской деятельности в крупных компаниях и специализация мелких компаний;
- 3) нарастание конкурентной борьбы за расширение клиентской базы;
- 4) развитие региональной сети брокерско-дилерских компаний;
- 5) развитие интернет-трейдинга.

Оценивая развитие фондового рынка в России в целом и анализируя его функции, в работе сделан вывод, что большинство условий содействуют повышению активности брокерско-дилерских организаций и развитию конкуренции между ними, при этом также интенсифицируются процессы реорганизации в форме слияний, присоединений.

В России отсутствует явная специализация компаний по направлениям брокерских услуг, напротив, для современного этапа развития российского фондового рынка характерна универсализация услуг финансового посредничества. Коммерческие банки также все более

активно вовлекаются в операции на фондовом рынке, включая брокерские услуги. В то же время небанковские брокеры все более активно создают финансовые холдинги, включающие банки, страховые организации и других посредников. Большинство банковских и небанковских брокеров предлагают клиентам инвестиционно-банковские услуги. Все более стираются отличия между интернет-брокерами и брокерами, оказывающими полный спектр услуг клиентам: интернет-брокеры все более активно оказывают услуги по доверительному управлению активами клиентов и инвестиционному консультированию, и в то же время почти все оффлайн и «full services» брокеры начинают предлагать услуги онлайн торговли через Интернет.

Исчерпание традиционных методов конкуренции на рынке услуг онлайн брокеров в виде снижения брокерской комиссии и предоставления сверхльготных условий маржинального кредитования неизбежно будет вести к росту концентрации брокерского бизнеса. Стремление к повышению конкурентоспособности и увеличению клиентской базы, прежде всего за счет региональных клиентов, уже сейчас влияет на трансформацию модели брокерского бизнеса: от преобладания множества мелких брокерских компаний к формированию относительно крупных организаций с развернутой филиальной сетью в регионах.

Ситуация на рынке ценных бумаг России может быть определена как соответствующая модели рынка с совершенной конкуренцией - статистика свидетельствует, что ни один, даже самый крупный профессиональный брокер-дилер не занимает на этом рынке доминирующего положения. Самые крупные доли рынка по общему объему сделок, приходящиеся на одного участника, составляют всего 5-6 процентов их общего объема.

В ходе проведенного исследования выявлено, что брокерско-дилерская организация может значительно повысить свою роль на рынке ценных бумаг, получив статус маркет-мейкера. Получение данного статуса

означает для профессионального участника рынка ценных бумаг качественно новый этап интеграции брокерской и дилерской деятельности с большими возможностями и новым уровнем ответственности. Выполняя функции маркет-мейкера на крупнейших торговых площадках страны, брокерско-дилерская организация становится влиятельным регулятором движения денежных потоков на макроэкономическом уровне. Кроме того, маркет-мейкер получает дополнительные возможности удовлетворения потребностей своих собственных клиентов. В целом статус маркет-мейкера позволяет профессиональному участнику рынка ценных бумаг усилить синергетический эффект от интеграции брокерской и дилерской деятельности.

Третья группа проблем, исследуемых в диссертации, связана с определением возможностей интеграции брокерско-дилерской деятельности как фактора развития российского фондового рынка. Интеграционные процессы в брокерско-дилерской деятельности затрагивают следующие аспекты развития российского рынка ценных бумаг:

- усиливается роль IPO в процессе привлечения капиталов компаниями, что становится возможным благодаря деятельности на рынке крупных андеррайтеров, формирующихся из числа крупных интегрированных финансовых групп;
- активизируется трейдерская деятельность брокерско-дилерских компаний, что ведет к росту котировок на рынке;
- расширяется клиентская база фондового рынка благодаря развитию «финансовых супермаркетов»;
- расширяется сектор бизнеса слияний и поглощений;
- транснационализация финансового бизнеса на российском рынке ценных бумаг через постепенное снятие ограничений

на участие нерезидентов и нерезидентных бумаг в торгах на российском рынке.

В настоящее время российский рынок ценных бумаг выполняет две важнейшие задачи: обеспечивает механизм превращения совокупных сбережений в инвестиции в российские предприятия и способствует повышению рыночной эффективности экономики в целом. Для выполнения этих задач необходимо обеспечить надежность и прозрачность функционирования фондового рынка и свободу перераспределения денежных средств. Назрела необходимость либерализации достаточно зарегулированного российского рынка ценных бумаг. Необходимо смещение акцентов в данном процессе от госорганов к саморегулируемым организациям для оперативного реагирования на ситуации, складывающиеся на фондовых рынках. Так, например, решения о приостановке торгов должны приниматься непосредственно организатором торговли, а не ФСФР.

Кроме того, в силу исключительной важности развития рынка деривативов в России необходима отмена обязательной государственной регистрации проспекта эмиссии для биржевых производных ценных бумаг в целях увеличения их ассортимента и качества, соответствующего желаниям участников рынка.

Целесообразность активного развертывания в стране процесса интеграции брокерско-дилерского бизнеса диктуется следующими тенденциями, формирующимися в российской экономике:

- 1) усиление концентрации национального финансового капитала посредством укрупнения финансовых институтов за счет консолидации банковского и небанковского (страхового, пенсионного, капитала управляющих компаний) капиталов при активной государственной поддержке;

- 2) рост масштабов трансграничного финансирования российского

бизнеса с использованием долгового механизма и регулярной практики IPO как на внешних, так и на национальных фондовых площадках;

3) транснационализация российских компаний с выходом на зарубежные фондовые рынки;

4) смена принципов менеджмента развития российских компаний (новые организационные, структурные и мотивационные приоритеты) в контексте становления новых бизнес-моделей (аутсорсинг, корпоративное управление, управление на основе стоимости) и формирования взаимодействующих механизмов (организационных и инструментальных) в рамках институтов реального и финансового секторов национальной экономики.

Роль интегрированных брокерско-дилерских организаций будет только усиливаться по мере выхода российского бизнеса на зарубежные рынки капитала. Следует выделить основные современные тенденции процесса транснационализации российского бизнеса, которые позволят наметить стратегические приоритеты в его дальнейшем развитии. Мотивы стремящихся к транснационализации компаний следующие:

- формирование цепочки добавленной стоимости;
- синергетический эффект, обеспечивающий рост капитализации;
- контроль над источниками сырья;
- увеличение доли глобального рынка;

Вхождение российских компаний на зарубежные рынки осуществляется посредством слияния компаний и формирования крупной диверсифицированной структуры, способной осуществлять экспорт капитала, а также посредством присоединения к известным крупным зарубежным компаниям (или покупка акций) при условии сохранения статуса российской компании.

В современных российских условиях имеют место совершенно новые направления интеграции брокерско-дилерской деятельности, которые включают:

1) более четкое разделение дилерской деятельности на трейдерскую и маркет-мейкерскую;

2) размежевание брокерских услуг на классический брокеридж и на Интернет-брокеридж;

3) вхождение брокерско-дилерских организаций в «финансовые супермаркеты», что позволяет решать проблему расчетов и кредитования клиентов на фондовом рынке.

Необходимыми условиями данных направлений интеграции, которые определяют их внешнюю эффективность для экономики и фондового рынка в целом, относятся:

1) совершенствование системы учета прав собственности путем повышения материальной ответственности регистраторов за счет введения механизмов обязательного и добровольного страхования ответственности регистраторов и депозитариев;

2) введение новых финансовых инструментов на рынке ценных бумаг, таких, как краткосрочные облигации, предполагающие облегченный порядок регистрации выпуска, а также ипотечные ценные бумаги, что позволяет эмитентам привлекать больше инвестиционных средств на развитие производства;

3) налоговое стимулирование инвестиций частных лиц на рынке ценных бумаг, в основе которых должна лежать система налоговых освобождений долгосрочных инвестиций;

4) совершенствование системы раскрытия информации эмитентами с учетом интересов инвесторов по обеспечению баланса интересов миноритарных акционеров и стратегических инвесторов, по введению

обязательного аудита отчетности отдельных категорий профучастников для снижения рисков на рынке ценных бумаг.

В настоящее время в России дилерская деятельность по доходам на практике сопоставима с брокерской. Доход дилера, как и брокера, не зависит от подъемов и падений рынка, а определяется оборотом торговли.

В силу действующих регулирующих ограничений и непроработанности текущего российского налогового законодательства дилеры не инвестируют свой капитал на рынках, так как:

- существуют строгие требования к достаточности капитала;
- происходит постоянное ужесточение налогового режима (введение налога на прибыль на доходы по госбумагам, отмена налоговых вычетов при владении акциями физическим лицом более трех лет, невозможность сальдировать результаты по доходам на рынке ЦБ и производных для непрофессиональных участников);
- отсутствуют налоговые преференции для резидентных инвестиций по налогам на прибыль и дивиденды, что делает выгодным осуществлять операции через офшорные компании.

В результате смысл функционального разделения и отдельного лицензирования брокеров и дилеров несколько теряется, поэтому в настоящее время дилерская лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг дублирует брокерскую. Целесообразно по этой причине отменить лицензирование дилерской деятельности с введением института интегрированного брокера-дилера с возможным принятием на себя функций маркет-мейкера (рис.2).

Наиболее динамичным направлением развития интегрированного брокерско-дилерского бизнеса становятся системы интернет-трейдинга, которые отчасти являются решением проблем трансформации частных сбережений в инвестиции на фондовом рынке. Конкуренция на рынке

информационных брокерских систем обуславливает активное развитие их функционального насыщения. Одним из важных моментов в настоящее время является возможность ведения маржинальной торговли.



Рис.2 Возможная трансформация системы профучастников рынка ценных бумаг, занимающихся брокерской и дилерской деятельностью.

Перспективным направлением развития брокерско-дилерского бизнеса становится создание финансовых супермаркетов с предоставлением клиентам полного комплекса финансовых услуг, включая брокерские и дилерские услуги. Концепция развития интегрированных финансовых групп и брокерско-дилерских организаций в форме финансовых супермаркетов должна стать основной моделью их развития.

В рамках поддержки развития интегрированного брокерско-дилерского бизнеса предлагается формат мегарегулирования со стороны государства. Формат мегарегулирования будет необходим с созданием в достаточном

количестве интегрированных брокерско-дилерских организаций в разнообразных формах и на различных финансовых рынках. На разных сегментах финансового сектора при раздельном регулировании различается институциональная среда: правила лицензирования, порядок проверки деятельности, финансового состояния и применения санкций в случае нарушений, особенности мер по защите интересов клиентов и партнеров. Чтобы все сегменты развивались сбалансировано и с одинаковой скоростью, необходим единый подход к процедурам определения минимально необходимых финансовых ресурсов (капитал, резервы и фонды, нормативы финансовых соотношений), организации внутреннего контроля и риск-менеджмента, формата, объема, сроков предоставления и проверки отчетности, степени прозрачности бизнеса. В рамках единого регулятора этот процесс технически организуется проще, чем через построение и поддержание горизонтальных связей для координации действий специализированных регуляторов.

В целях снижения клиентских рисков предложено создать страховой фонд брокерских организаций, формирующийся за счет отчислений средств со счетов клиентов. Данный фонд мог бы быть создан по аналогии ФОР коммерческих банков или страхового фонда Агентства по страхованию вкладов.

Основные результаты диссертационного исследования отражены в следующих публикациях:

1. Е.Б. Фиолетов. Интеграция брокерской и дилерской деятельности на Российском рынке ценных бумаг. // Финансы и кредит №47(287), декабрь 2007, М.: Финансы и кредит, 0,27 п.л. (издание, рекомендованное ВАК)

2. Е.Б. Фиолетов. Снятие ограничений для брокерско-дилерской деятельности на российском рынке ценных бумаг. // Современные аспекты экономики №11(124) 2007, 0,28 п.л.

Отпечатано в типографии
Российской экономической академии им. Г. В. Плеханова
Заказ № 125 Тираж 100 экз.

102