

3. Грязнова, А. Г. Финансы [Текст]: учебник / А.Г. Грязнова, Е.В. Маркина, М.Л. Седова и др. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2012. – 496с.

4. Николаева, Т. П. Финансы и кредит [Текст]: учебно-методический комплекс / Т.П. Николаева. – М.: Евразийский открытый институт, 2011. – 387с.

Локтионова Эльвира Анатольевна

к.п.н., доцент кафедры математики,

информатики и информационных технологий

ФГБОУ ВПО «Орловский государственный институт экономики и торговли»

e-mail: Evdokia62@yandex.ru

Лахмытко Анна Александровна

студентка 3 курса финансово-экономического факультета

ФГБОУ ВПО «Орловский государственный институт экономики и торговли»

e-mail: anka-la@yandex.ru

УДК 336.76

К.Ю. Дудина, И.Н. Прудникова

АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ И ТЕХНИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ НА РАЗВИТИЕ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ РОССИЙСКИМИ АКЦИЯМИ

Модернизация современной биржевой инфраструктуры невозможна без развития информационных технологий. В течение последних лет Россия сделала акцент на совершенствование и обновление торговых платформ российскими акциями. В этом направлении специалисты провели огромную работу. В результате был достигнут перевод торговых платформ для всех российских рынков в один центр обработки данных, что позволит в перспективе продолжать качественную торговлю финансовыми активами на базе торговых платформ.

Ключевые слова: биржевая торговля, акции, ценные бумаги, расписки, инвестор, клиринг.

За последнее десятилетие сформировалась устойчивая тенденция к торговле финансовыми активами на базе торговых платформ, созданных крупнейшими инвестиционными банками мира. Концентрация торговой активности позволяет экономить миллиарды долларов на операционных, технологических и юридических расходах, направляемых на обеспечение торгового оборота в 3-4 мировых финансовых центрах. Широко известные программы Европейского

союза — SEPA и Target 2 Securities, поддерживаемые инвестиционными банками, призваны облегчить проведение расчетов по торговым операциям в любой из стран Европы, что в итоге способствует выводу торгового оборота ценных бумаг с национальных рынков.

Несмотря на сопротивление местных инфраструктур, Европейский ЦБ формирует систему управления расчетами по ценным бумагам, не зависимую от суверенного регулирования и суверенных интересов каждой отдельно взятой страны. Члены Евросоюза, несмотря на очевидные потери, которые несут местные инфраструктуры и бюджет, вынуждены поддерживать интеграционные процессы, являющиеся частью европейского «контракта». Де-факто колониальная политика в отношении экспорта торгового оборота ликвидных ценных бумаг является общемировой тенденцией. Если в Европейском союзе, конституцией которого прямо предусмотрена свобода перемещения капитала и ратифицирован пакет законов, стимулирующих создание единого рынка, процесс концентрации торговой активности протекает открыто для регуляторов и местных элит; в третьих странах, к которым относится и Россия, используется механизм экспорта ликвидности через программы глобальных/американских депозитарных расписок.

Депозитарная расписка, по праву США, — ценная бумага, представляющая собой депозитное обязательство эмитента, как правило, американского банка-депозитария, в отношении акций местных эмитентов, основанное на контракте с самим эмитентом (крупнейшими являются The Bank of New York Mellon и JP Morgan Chase Bank, он же — клиринговый агент для всех российских брокеров, торгующих на Лондонской фондовой бирже, за исключением ВТБ). Контракт с эмитентом предусматривает обязательство The Bank of New York Mellon обменивать акции на депозитарные расписки, ограничиваемое фактически только национальным законодательством, как в России. Депозитарные расписки часто применяются как способ скрыть контроль за компанией, так как раскрыть информацию о владельцах не представляется возможным без участия иностранных депозитариев и эмитента расписок. Последние в большинстве случаев не готовы к открытости ни технически, ни по причине отсутствия права требовать этого, поскольку действуют в рамках иностранного регулирования [1].

Для торговли ценными бумагами важен мгновенный доступ к ликвидности, т. е. возможность совершить сделку в день принятия решения. При этом, поскольку портфельные инвесторы склонны диверсифицировать страновые риски в рамках отраслевых портфелей, выбор способа инвестирования — через локальную бумагу или депозитарную расписку — предопределен в пользу последней. Установленный в РФ лимит на размер депозитарной программы несет в себе некую угрозу как для крупных инвесторов, так и для биржевых спекулянтов. Риск заключается в том, что при повышении спроса на бумагу в любой момент времени может сработать ограничение, и потенциальный инвестор не получит нужную депозитарную расписку.

Чтобы нивелировать риск и удовлетворить спрос инвесторов, не желающих выходить напрямую на локальный рынок, при существующих ограничениях на размер программы, иностранным инвесторам и биржам необходимо предоставить возможность приобретать локальные акции через крупный депозитарий - посредник, так как даже при увеличении объема акций, разрешенных к депонированию в рамках депозитарной программы, из-за несогласованных действий инвесторов сохраняется риск приостановки конвертации. Такими депозитариями являются международные Euroclear и Clearstream. Фактически комплементарный к депозитарным распискам способ доступа к локальным бумагам закрепляет, по сути, схему экспорта ликвидности с российского рынка. Статистика относительных объемов торгов российскими ценными бумагами на Лондонской и Московской биржах подтверждает сложившуюся тенденцию.

Интерес к глобализации рынков инкорпорирован в рекомендациях так называемой «группы 30» представителям американских и европейских регуляторов и крупнейших инвестиционных банков, которых до последнего времени придерживается и российская инфраструктура. Созданный после объединения бирж холдинг «Московская Биржа», куда входит центральный депозитарий, успешно реализовал переход фондового рынка на систему с новым циклом расчетов $T + 2$.

Вместе с открытием счетов международным центральным депозитариям эта технология решает проблему иностранных инвесторов и торговцев, позволяя, обнаружив препятствие к приобретению депозитарной расписки, в тот же день купить на локальном рынке нужный актив и за оставшиеся два дня до даты расчетов перевести средства на Московскую Биржу и вывести актив в международный депозитарий. Это было бы нереально при цикле расчетов $T + 0$ [1].

Возможность зачислить приобретенные акции на счет Euroclear или Clearstream крайне важна, если программа депозитарных расписок закрыта для конвертации акций в АДР в силу ее наполнения до величины лимита, предусмотренного нормативным актом ФСФР. Тем не менее депозитарная расписка и базовая ценная бумага — разные инструменты. В цену депозитарной расписки заложена, например, комиссия за конвертацию, корпоративные действия по депозитарной расписке осуществляются при участии эмитента базовой бумаги и эмитента расписки, именно расписки включены в листинг иностранных бирж, и пр. Все эти различия мешают торговле и в итоге сдерживают спрос на базовый актив.

Из сказанного следует вывод: барьеры, ранее установленные для того, чтобы обеспечить выбор инвестора в пользу российского рынка, даже при том, что они приводили к дополнительным издержкам и рискам для инвесторов и эмитентов, стали неэффективными, ненужными и во многом сняты последними инновациями.

Следует отметить, что развитие информационных технологий обусловило важность географического положения торговой платформы для тех спекулянтов и глобальных брокеров, кто зарабатывает на скоростном доступе к торгам

(в среднем они занимают около 50% в торговом обороте биржевого рынка). Такой доступ, а речь идет о миллисекундах, можно обеспечить, только физически максимально приблизив сервер брокера к серверу торговой платформы. Даже при использовании оптоволоконных низкотемпературных технологий в силу ограниченной скорости света сигнал, например, от Лондона до Москвы идет не менее 40 мс, что слишком долго для реализации инвестиционных стратегий активно торгующих фондов. При этом для любого хедж-фонда и активного портфельного инвестора возможность диверсификации странового (и валютного) риска в рамках одной торговой платформы является первостепенным фактором, определяющим предпочтения в отношении места совершения операций. Доказательством этого служат структуры Direct Market Access (прямого доступа на рынок) российских брокерских домов «Открытие», «БКС», «Ренессанс», разместивших эти сервисы в Лондоне.

Поэтому биржа должна инвестировать в привлечение эмитентов и развивать уникальную продуктовую линейку. Поскольку брокер всегда делает выбор в пользу рынка с лучшим предложением и глубиной, он придет на такой рынок.

Можно констатировать, что искусственно введенные лимиты на обращение российских бумаг на иностранных рынках не работают. Итоги размещения и последующей торговли акциями Сбербанка показывают, что без радикальных мер, двигаясь только в русле тенденции, Россия будет терять биржевой рынок акций. Ограничивая, сегментируя предложение российских акций, разделяя рынок национальный с его рисками и барьерами и зарубежный с либеральными условиями и гарантиями со стороны посредников и эмитента (по спонсируемым программам расписок), регулятор сдерживает также и спрос. Эмитенты на протяжении всего периода существования рынка привлечения стремятся размещать бумаги там, где спрос на них выше всего, т. е. за рубежом.

Исходя из того, что любые административные барьеры создают неблагоприятные условия для рынка ценных бумаг и устраняют факторы, определяющие предпочтения инвесторов, притом, что приток иностранных инвестиций на российский рынок является необходимым условием для его развития и проведения приватизации, можно рассмотреть два сценария: 1) «европейский», соответствующий регулированию ЕС, где действует директива о кросс-листинге, позволяющая национальным эмитентам любой страны Евросоюза включать свои бумаги в листинг любой из европейских бирж; 2) «американский», при котором центральным депозитарием по обращаемым на рынке российским акциям становится The Bank of New York.

1. Внебиржевое обращение обеспечивают в числе прочих Euroclear и Clearstream, которые по планам правительства и ЦБ РФ с июня 2014 г. смогут обслуживать и российские акции.

После создания центрального депозитария и признания иностранных номинальных держателей естественным шагом была бы поэтапная отмена депозитарных расписок с их замещением базовыми ценными бумагами. При этом российский центральный депозитарий выполнял бы для инвесторов те же

функции, что и The Bank of New York Mellon. Технически замена расписки акциями могла бы быть проведена как конвертация при участии центрального депозитария в качестве агента и номинального держателя The Bank of New York Mellon (в настоящее время таким агентом является CitiBank). Поскольку для российских ценных бумаг основными рынками являются в первую очередь Лондонская, а затем и Нью-Йоркская фондовая биржи, можно договориться о включении базовых бумаг в листинг этих площадок с выполнением их требований по раскрытию информации и обеспечению прав инвесторов в рамках корпоративных действий российских эмитентов через агента — Центральный депозитарий РФ [2].

Помимо дополнительных гарантий от государства, инвесторы в локальные акции получают значительное удешевление сервиса, так как в настоящее время комиссии The Bank of New York Mellon составляют значительную часть разницы в цене депозитарной расписки и акции.

Кроме того, инвесторы избегают риска нарушения требований существующего законодательства РФ в отношении уведомительного и разрешительного порядка участия в капитале акционерных обществ для одного лица или группы связанных лиц, поскольку на центральный депозитарий может быть возложена функция контроля при сборе реестров и осуществлении корпоративных действий.

Условия для расчетов по сделкам с ценными бумагами в России или за рубежом будут уравнены, поскольку Центральный депозитарий РФ (а за ним и регистратор) будет в этом случае конечным звеном учета прав, т. е. (в европейской терминологии T2S) — «депозитарием эмитента», и не будет альтернативного способа оформления прав на акции и комиссий или условий посредника. Так как НРД в настоящее время является расчетным банком, то может обеспечить также проведение расчетов в разных валютах и по хеджирующим валютным инструментам, что позволит развивать также и биржевые рынки — валютный и производных инструментов. Вместе с функцией депозитария по внебиржевым сделкам это создаст необходимые предпосылки для выбора инвестором и брокером России в качестве места проведения расчетов [1].

В отношении иностранных инвесторов будет обеспечен равный недискриминационный подход, что вряд ли возможно в рамках программ депозитарных расписок (как, например, в памятном случае голосования акциями РАО «ЕЭС», депонированными по программам депозитарных расписок).

Одним из ключевых факторов для увеличения торгового оборота на российском рынке при ликвидации депозитарных расписок станет допуск инвесторов к биржевым торгам через первичных клиринговых агентов. Формирование пула клиринговых агентов из числа наиболее капитализированных финансовых институтов — крупнейших российских и, возможно, иностранных банков — позволит обслуживать гораздо больший торговый оборот по сравнению с текущей системой, при которой Национальный клиринговый центр (банк с обязательствами, многократно превышающими его капитал) выступает контрагентом

для каждого из участников рынка. В сложившейся ситуации дефолт, например, любого из интернет-брокеров приведет к коллапсу рынка, что надолго закрепит тенденцию экспорта ликвидности на зарубежные торговые площадки как наиболее надежные.

Система доступа через крупные банки действует на большинстве торговых площадок и позволяет распределить риск по кругу первичных клиринговых агентов. Такими агентами на Лондонской бирже являются, например, JP MorganChase, BNP Paribas, DeutscheBank, Citibank. Они не только организуют доступ на рынки и расчеты, но и кредитуют клиентов, обеспечивают проведение валютных операций. На российском рынке эти функции по большей части централизованы в рамках Московской Биржи. Создание системы клиринговых агентов из числа крупнейших российских и ведущих мировых финансовых институтов помогло бы развивать торговлю российскими активами на отечественном рынке. Учитывая, что расчеты по депозитарным распискам производятся в иностранных валютах, отмена депозитарных расписок позволит стимулировать расчеты в рублях, в том числе через глобальные финансовые институты, что в итоге будет способствовать конвертируемости рубля и притоку ликвидности за счет взвешенной денежно - кредитной политики.

2. При условии сохранения программ депозитарных расписок и при желании выравнивание ценообразования на бумаги российских эмитентов в России и за рубежом возможно, если будут убраны ограничения на размер программ расписок. Должно быть налажено их обращение на Московской Бирже, произведено рефинансирование держателей при включении депозитарных расписок в перечень бумаг, которые ЦБ РФ принимает в качестве обеспечения. При таком сценарии центральным депозитарием становится фактически The Bank of New York Mellon, в котором уже сосредоточено (если исключить пакеты расписок, выкупленные стратегическими инвесторами при размещении и не обращающиеся на рынке) около 70% объема акций российских компаний, находящихся в свободном обращении.

У Банка России большой политический вес, и он реально может варьировать как предложение, так и спрос. У него есть рычаги влияния на ликвидность, лучший контакт с Минфином по введению налоговых стимулов для инвесторов. Кроме того, ЦБ РФ контролирует вопросы перемещения капитала, валютные и операционные риски платежных систем. Если все это увязать в один проект, направленный на повышение эффективности рынка, можно получить позитивный результат. После нескольких лет стагнации это однозначно необходимо рынку.

Список литературы:

1. Аврамчиков, В. М. Система поддержки принятия решений по торгам на фондовой бирже [Текст] / В.М. Аврамчиков // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2013. - № 19 (май). - С. 27-33.
2. Бекасов, Ш. Фондовая биржа и управление инвестиционным портфе-

лем [Текст]: финансовая наука в нашей жизни. Практическая экономика / Ш. Бекасов // Наука и жизнь. - 2012. - №4. - С.48-52.

Дудина Кристина Юрьевна

*студентка 4 курса финансово-экономического факультета
ФГБОУ ВПО «Орловский государственный институт экономики и торговли»
e-mail: Kolya.1206@yandex.ru*

Прудникова Ирина Николаевна

*студентка 4 курса финансово-экономического факультета
ФГБОУ ВПО «Орловский государственный институт экономики и торговли»
e-mail: bhf061389@yandex.ru*

Научный руководитель:

Конобеева Елена Евгеньевна

*к. э. н., доцент кафедры финансов и кредита
ФГБОУ ВПО «Орловский государственный институт экономики и торговли»
e-mail: e.lelikon@mail.ru*

УДК 336.14:35

Е.И. Мосина

ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ РЕАЛИЗАЦИИ МЕХАНИЗМА БЮДЖЕТНОГО ФЕДЕРАЛИЗМА

Для развития межбюджетных отношений в России необходимо создание такого механизма бюджетного федерализма, который обеспечит решение комплекса важнейших практических задач. В статье рассмотрен ряд проблем реализации механизма бюджетного федерализма и его воздействия на решение проблем социально-экономического развития регионов в условиях новой системы федеративных отношений в России.

Ключевые слова: бюджетный федерализм, многопартийная система, расходы, гражданское общество, органы власти.

Для разработки конкретных путей, инструментов совершенствования воздействия механизма бюджетного федерализма на социально-экономическое развитие регионов России необходимо последовательно сформулировать основные проблемы реализации механизма бюджетного федерализма.

Первая проблема реализации механизма бюджетного федерализма – неадекватное отражение предпочтений населения в системе бюджетных расходов при распределении общественных средств органами государственной власти. Первое направление совершенствования воздействия механизма бюджетного