

ЗАКОН О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ЗАКОН О ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

В. А. Галанов

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

А. В. Галанова

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики», Москва, Россия

Развитие закона о рынке ценных бумаг происходит не только в направлении углубления регулирования собственно данного рынка, но и в направлении расширения охвата им других финансовых рынков с иными финансовыми инструментами, отличными от ценных бумаг, а также охвата других торгово-кредитных операций, кроме операций по выпуску и обращению эмиссионных ценных бумаг. Такая ситуация оправдана в меру относительной неразвитости отдельных финансовых рынков в России. В статье авторами показано, что для дальнейшего развития этих рынков необходимо создавать самостоятельное их регулирование и в части нормативных документов, и в части административного регулирования.

Ключевые слова: закон о рынке ценных бумаг, ценная бумага, производный финансовый инструмент, финансовый рынок, финансовый инструмент, спекуляция, государственное регулирование, форекс-дилер.

THE LAW ABOUT SECURITIES MARKET AS A LAW ABOUT FINANCE MARKETS

Vladimir A. Galanov

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Alexandra V. Galanova

National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia

The development of the Law about securities market is taking place not only in the direction of deeper regulation of the given market itself but also in the direction of broader covering of other finance markets with finance tools which differ from securities and covering other trade and credit operations apart from operations dealing with issuance and circulation of issue securities. This situation is justified due to relative underdevelopment of certain finance markets in Russia. The authors show that in order to develop these markets it is necessary to design their independent regulation both in the field of normative documents and in administrative regulation.

Keywords: the Law about securities market, security, derivative finance tool, finance market, finance tool, speculation, state regulation, forex-dealer.

Ключевыми (основополагающими) нормативными актами по рынку ценных бумаг выступают, во-первых, Гражданский кодекс Российской Федерации (ГК РФ) и его глава 7 «Ценные бумаги»; а во-вторых, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг». В целом современное законодательство о российском рынке ценных бумаг очень велико. Однако в учебных изданиях упор делается прежде

всего на экономическую сторону дела, а не просто на то или иное систематизированное изложение положений соответствующих нормативных актов со стороны регулирующих органов государства¹.

Экономический подход есть не что иное, как более высокий уровень обобще-

¹ См.: Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник. – М. : Инфра-М, 2017.

ния (абстрагирования) отношений между участниками рынка ценных бумаг, чем они представлены в конкретных правилах и нормативных документах. Экономический подход важен еще и в том плане, что он неизбежно учитывает имеющийся мировой опыт работы рынка ценных бумаг.

Вместе с тем главное достоинство экономического подхода заключается в том, что он раскрывает практическую направленность имеющейся нормативной базы, т. е. показывает, зачем вообще существует на рынке тот или иной закон и связанная с ним и детализирующая его нормативная документация. Участник рынка ценных бумаг приходит на этот рынок, чтобы купить-продать ценные бумаги и одновременно реализовать свои собственные коммерческие цели – инвестиционные или спекулятивные, а не для того, чтобы создавать объекты и субъекты юридического регулирования. Именно по этой причине экономические отношения между участниками данного рынка и есть действительная основа существующей нормативной базы, которая меняется всякий раз, когда накапливаются существенные изменения в экономических отношениях или они предполагаются в ближайшем будущем.

Частая изменяемость закона есть отражение развития российского рынка, но в силу стихийности этого развития возникает и случайный характер изменений положений статей закона. В некотором роде развитие законодательства по рынку ценных бумаг напоминает автомобиль, совершенствование которого происходит путем навешивания на него все новых нужных и не очень нужных частей.

Предмет закона

Упростив формулировки, можно сказать, что предметом закона являются отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг. Данный предмет включает также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В отличие от ГК РФ, закон «О рынке ценных бумаг» есть единственное юриди-

ческое отображение данного рынка как целого, т. е. как системы своих участников, инструментов и отношений. Вместе с тем нетрудно заметить, что провозглашаемый предмет закона имеет следующие особенности: он неполон по отношению к рынку ценных бумаг; он узок по факту регулируемых в законе отношений.

Неполнота предмета закона имеет две стороны. С одной стороны, название закона указывает на то, что он охватывает весь рынок ценных бумаг, но согласно статье 1 его предметом фактически являются лишь эмиссионные бумаги – акции и облигации, т. е. самые главные финансовые инструменты на рынке ценных бумаг. Существование других видов ценных бумаг регулируется иными законами, к числу которых относятся закон об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг, закон о простом и переводном векселе, закон об инвестиционных фондах, закон об ипотеке (залоге имущества), закон об ипотечных ценных бумагах. С другой стороны, в предмете закона «О рынке ценных бумаг» нет ни слова о его регулятивной стороне, т. е. о том, что предметом закона является государственное и негосударственное регулирование отношений между участниками рынка и между ними и государством. А ведь данной проблематике посвящен крупный пятый раздел закона «Регулирование рынка ценных бумаг» с пятью главами (гл. 10, 11, 11.1, 12, 13) из общего в законе их фактического числа, равного 18 главам.

Конечно, следует различать регулирование рынка со стороны закона как нормативного акта и регулирование рынка со стороны определенного органа (органов) государственной власти и управления.

Сам юридический закон есть общепринятый инструмент регулирования рынка, которого придерживаются все его участники. В этой своей регулирующей функции закон определяет участников рынка, предмет отношений между ними и характер возможных отношений по поводу это-

го предмета. Но закон есть документ, а регулирование есть некий процесс.

Регулирование как процесс есть человеческая деятельность, и имеются организации и лица, которые отвечают за те или иные стороны регулятивной функции данного закона. Вполне возможна такая юридическая ситуация, при которой регулятор рынка устанавливается другим законом или законами. Например, некоторые регулятивные функции в отношении рынка ценных бумаг имеют и другие органы государственной власти и управления, кроме обозначенного в законе Банка России. Но в рассматриваемом случае ключевой регулятор рынка не просто назван в самом законе. В нем перечисляются все его управляющие функции.

Регулятивная функция закона проявляется и в том, что он прямо устанавливает, кто и за что отвечает на рынке ценных бумаг, чтобы последний функционировал в соответствии с положениями закона.

С научной точки зрения корректная формулировка предмета закона есть, как говорится, половина дела. Однако отсутствие строгости определения позволяет расширять фактический предмет закона без ограничений, тем самым превращая юридически названный предмет закона в узкий предмет. Узость предмета закона заключается в том, что многочисленные ежегодные (или чаще) изменения и уточнения данного закона в известной мере приводят к расширению сферы (предмета) его регулирования за рамки только рынка ценных бумаг. Тем самым данный закон стихийно превращается в закон, который регулирует и иные финансовые рынки. Прежде всего это касается регулирующей роли данного закона применительно к другим быстроразвивающимся торговым рынкам – рынку производных финансовых инструментов (или, как их еще называют, срочных договоров или деривативов), небиржевому валютному рынку (рынок Форекс), а также рынку репо, который является высоколиквидным небанковским кредитным рынком.

В известной мере такое расширение предмета закона можно оправдать, т. е. признать практически необходимым и целесообразным, по следующим причинам:

1. *Единство экономической сущности финансовых рынков.* Практика свидетельствует, что данные финансовые рынки развиваются как некое единое целое. Разнообразные финансовые рынки находятся в тесной связи с торговлей ликвидными ценными бумагами, так как у всех этих рынков, по сути, имеются единая торговая платформа, единая инфраструктура (расчетно-клиринговая, депозитарная), родственные профессиональные участники и единый круг непрофессиональных торговцев (участников, пользователей). Кроме того, все инструменты этих рынков в той или иной мере есть составные части современного инвестиционного портфеля и одновременно спекулятивные финансовые инструменты, без которых немислимы многие стороны существования современного капитала как источника личного богатства. Думается, что именно экономическая причина включения данных рынков в закон представляется наиболее важной. Единство указанных финансовых рынков, проявляющееся, хотя и фрагментарно, в единстве их законодательной базы, означает, что всех их объединяет единая экономическая сущность – торговля, нацеленная на получение чистого дохода, прежде всего спекулятивного и инвестиционного в виде положительной разницы в ценах финансовых активов за разные промежутки времени.

Инвестиционная составляющая торговли на рынке ценных бумаг представлена преимущественно лишь его первичным рынком, доля которого обычно составляет лишь несколько процентов к оборотам вторичного рынка, на котором имеет место бесконечная перепродажа финансовых активов. Принимая во внимание подавляющую роль вторичного рынка, можно сказать, что современные финансовые рынки в своей большей части превратились в спекулятивные. При этом спекуляция на финансовых рынках стала особым

типом современного бизнеса наравне с его иными традиционными формами в виде инвестирования свободных денежных капиталов участников рынка в акции и облигации или в реальный бизнес.

2. *Относительная неразвитость рынка.* Указанные российские рынки еще только развиваются и, возможно, еще не достигли уровня их самостоятельного законодательного оформления.

3. *Концентрация функции регулирования в мегарегуляторе.* В нашей стране относительно недавно создан единый регулятор финансовых рынков – Банк России. Регулятивные функции последнего в отношении данных рынков в наибольшей степени прописаны в законе «О рынке ценных бумаг». Очевидно, весьма удобно включать необходимые юридические положения о новом финансовом рынке (новом финансовом инструменте) в уже существующий закон, чем каждый раз заново прописывать, по сути, все те же регулятивные функции государства применительно к каждому отдельному новому рынку.

В практическом плане можно сказать, что расширение предмета закона в сторону других финансовых рынков объясняется необходимостью централизации и единообразия их регулирования.

Нововведения закона

Новые положения закона затрагивают инструменты финансового рынка, участников и сами торговые операции.

К новым участникам рынка в настоящее время относятся:

- а) форекс-дилер (ст. 4.1 гл. 2);
- б) специализированное общество, в котором объединены черты профессионального участника и эмитента облигаций (гл. 3.1);
- в) репозитарий, специализирующийся на регистрации договоров репо и договоров, относящихся к производным финансовым инструментам, которые заключаются не на организованных торгах (гл. 3.2).

В главе 6.1 существенно усиливается правовой статус владельцев облигаций через законодательное установление компе-

тенций общего собрания владельцев облигаций, чего прежде не было.

К новым для данного закона инструментам следует отнести договоры репо, которые регулируются статьей 51.3, и договоры, относящиеся к производным финансовым инструментам, которые регулируются статьей 51.4 и другими статьями.

В связи с перечисленными нововведениями следует обратить внимание и на то, что в законе название VI раздела «Заключительные положения» перестало отвечать своему содержанию. Статьи, которые находятся в этом разделе, не имеют отношения к какому-то заключению, кроме первой и последней его статей. По сути, данный раздел используется законодателем для включения в закон новых регулятивных положений, которые прямо не вписываются в предыдущие пять его разделов. Это относится и к обращению ценных бумаг иностранных эмитентов; выделению из состава участников рынка квалифицированных инвесторов; легализации договоров репо и торговли производными финансовыми инструментами и др.

Регулятивная функция закона

Самостоятельной частью закона является раздел, связанный с регулированием рынка ценных бумаг. Как это свойственно российскому законодательству вообще, фактическое регулирование рынка ценных бумаг намного шире и глубже, чем только нормы закона. Для этого достаточно рассмотреть пятый раздел закона, который устанавливает функции и полномочия регулятора данного рынка (и иных финансовых рынков) – Банка России.

В законе прописаны почти 40 функций регулятора, 15 видов имеющихся у него прав, которым противостоят всего 4 простенькие обязанности, включающие в кратком изложении следующие положения: обеспечение конфиденциальности получаемой информации, обязанность обосновывать необходимость запрашиваемой информации, в 30-дневный срок производить регистрацию документации и отвечать на запросы к регулятору.

Очевидно, что обязанностей не может быть меньше, чем прав. В свою очередь права есть продолжение функций. В общем можно сказать, что что-то не сходится в пропорциях функций, прав и обязанностей регулятора в рассматриваемом законе.

В чем, собственно, заключается разница между функцией и правом? Если исходить из того, что функция есть выполняемое действие, а право – это придание результату действия юридической нормы, то, по крайней мере, прав и функций должно быть примерно одинаковое количество. Сейчас вообще нет полного соответствия состава функций и прав регулятора, например, право квалифицировать ценные бумаги и ПФИ и определять их виды. Ему вообще нет аналога в составе функций. Кроме того, как вообще регулятор может определять виды ценных бумаг, если, согласно нормам ГК РФ, виды ценных бумаг определяются законом?

Некорректна и ситуация, при которой функции регулятора звучат как его права. Например, у регулятора много функций, согласно которым он утверждает требования или определяет порядок. В результате деление на функции и на права становится лишь делением по названию, а не по содержанию. Думается, что в законе следует точнее разграничить функции и права регулятора, хотя, возможно, достаточно сосредоточится лишь на правах и обязанностях регулятора, а про его функции пусть пишут в учебниках.

Наличие у регулятора прав желательно все же сочетать с соответствующими его обязанностями. Например, в законе прописывается очень важное право устанавливать требования к формам и способам принятия рисков участниками рынка. Но этому праву не соответствует очевидная обязанность регулятора, суть которой – недопущение завышения или занижения этих требований, т. е. своего рода ответственность за установление требований, которые не способствуют развитию рынка и потому должны быть своевременно уточнены по требованию участников рынка.

Очевидно, что главная обязанность регулятора рынка ценных бумаг – способствование его развитию и недопущение недобросовестной торговли на нем. Это должно быть прописано в законе. Собственно, из этого и вытекают его действительные функции регулирования данного рынка.

В качестве причины такого рода дисбаланса между правами и обязанностями Банка России как регулятора рынка ценных бумаг можно назвать то, что, возможно, Центральный банк занимается не совсем присущими ему вопросами. Общеизвестно, что вообще центральный банк экономически и юридически есть центр денежной системы страны, а центральные банки США и ЕС – еще и центры мировой денежной системы. В случае, когда Банк России выступает в качестве регулятора финансовых рынков, возникает вопрос: как это вписывается в состав его функций как банка, а не как «заместителя» государственной власти? Получается, что банку придаются небанковские (некредитные) функции регулирования, причем на торговых рынках, а вовсе не в сфере кредитования или денежных расчетов (денежного обращения). Возможно, по этой причине в развитых странах центральные банки никогда не выполняют одновременно и функции регулятора на рынке ценных бумаг, рынке ПФИ, страховом рынке, валютном рынке и иных финансовых рынках. В США и ЕС вообще не принято концентрировать функции регулирования разных рынков в едином монопольном центре, тем более в центральном банке.

Конечно, с позиций экономической сущности и кредитование, и купля-продажа ценных бумаг есть чисто денежные (финансовые) отношения, т. е. когда движение денег происходит без непосредственной связи с обращением товаров. Но реально когда центральный банк регулирует процессы кредитования, он управляет только движением денег и более ничем. В то же время регулирование рынка ценных бумаг есть уже вовсе не регулирование движения собственно денег, а регулирование обра-

щения ценных бумаг, т. е. хотя и фиктивных, но все же вещей как особых товаров. Денежное обращение в этом случае лишь опосредует перемещение ценной бумаги, как оно это делает и в отношении любого иного товара. Первичное здесь – товар, а вовсе не деньги, как на кредитном рынке. Движение денег есть производное от движения (обращения) товаров. Регулирование денег на таком рынке есть то же самое, что и регулирование движения денег при покупке хлеба, т. е. центральному банку экономически здесь делать нечего.

С позиций деятельности Банка России получается, что закон о рынке ценных бумаг приравнивается к закону государственного регулирования денежного обращения для некредитных отношений, или денежного обращения в форме купли-продажи фиктивных активов, или фиктивной купли-продажи наряду с законодательством, которое регулирует денежное обращение в форме кредитных отношений и расчетов. Но на самом деле в случае рынка ценных бумаг регулированию подлежит не денежный оборот, а преимущественно оборот ценных бумаг. Получается, что на Центральный банк возлагаются функции, которые не отвечают его важной роли в экономике страны.

Придание Центральному банку функций регулятора по отношению к рынку ценных бумаг равносильно возможности превращения его и в регулятора всех товарных рынков. Иначе говоря, в современном виде Центральный банк из регулятора денежной (денежно-кредитной) системы в стране превращается в частичного (в части купли-продажи финансовых инструментов как товаров) регулятора товарного обращения. Однако приходится констатировать, что проблема объединения регуляторов в одном органе или их существование в качестве самостоятельных (равноправных) органов есть еще и вопрос политики государственного управления, которая не всегда основывается на экономической сути дела применительно к некоторому историческому отрезку времени.

Выводы

1. На наш взгляд, закон «О рынке ценных бумаг» не должен превращаться в регулятора других финансовых рынков. Действительное развитие каждого финансового рынка как рынка самостоятельного финансового «товара» должно опираться на собственную нормативную базу, «отраслевой» вершиной которой является закон о конкретном финансовом рынке.

2. Специфика финансового рынка, закрепляемая в законе о нем, означает и специфичность государственного регулирования каждого финансового рынка. По каждому развитому финансовому рынку потенциально возможен самостоятельный орган государственного регулирования и контроля. Достаточно сказать, что возложение на Банк России функций регулятора финансовых рынков организационно потребовало создания в нем самостоятельных подразделений по каждому финансовому рынку. В этом смысле можно сказать, что регулирование каждого рынка специфично, что выступает основой привязки регулятора к конкретному рынку. Объединение нескольких (всех) регуляторов финансовых рынков в одной организационной структуре экономически целесообразно, если научно обоснованы общие цели государственного регулирования всех финансовых рынков. В противном случае такое объединение следует признать чисто конъюнктурным (политическим).

3. Весь спектр вопросов государственного регулирования каждого финансового рынка необходимо фиксировать в законе (нормативном акте) о соответствующем органе государственного регулирования и контроля, а не непосредственно в законе о каждом финансовом рынке. Именно в этом варианте появляется возможность более основательно прописать сами механизмы регулирования, а не бесконечный перечень прав самого регулятора.

4. В составе основ государственного регулирования необходимо четче прописать обратную связь между регулятором и рынком или порядок взаимодействия ре-

гулятора с регулируемыми участниками рынка, например, выявление общих актуальных интересов участников рынка, обязательность и публичность обсуждения новых нормативных актов, порядок их предварительного (временного) принятия и т. п. Ключевой момент государственного регулирования заключается в ответе на простой вопрос: кто для кого существует –

рынок для регулятора или регулятор для рынка? Очевидно, что суть государственного регулирования современного рынка заключается в том, что государство есть помощник участникам рынка, устанавливающий правила работы на нем в интересах всех, но и карающий всех тех, кто эти правила нарушает.

Список литературы

1. Дуго С. Н. Границы полезности финансовой грамотности населения // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2015. – № 2 (80). – С. 75–81.
2. Шибяев С. Н. Трансформация форм дирижизма в современной экономике // Экономика и предпринимательство. – 2015. – № 3-2 (56-2). – С. 103–105.

References

1. Digo S. N. Granitsy poleznosti finansovoy gramotnosti naseleniya [Limits of Population Finance Literacy Usefulness]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo univversiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2015, No. 2 (80), pp. 75–81. (In Russ.).
2. Shibaev S. N. Transformatsiya form dirizhizma v sovremennoy ekonomike [Transforming Dirigisme Forms in Present day Economy]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo* [Economics and Entrepreneurship], 2015, No. 3-2 (56-2), pp. 103–105. (In Russ.).

Сведения об авторах

Владимир Александрович Галанов
доктор экономических наук, профессор
кафедры «Финансовые рынки»
РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет имени
Г. В. Плеханова», 117997, Москва,
Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Galanov.VA@rea.ru

Александра Владимировна Галанова
кандидат экономических наук,
доцент школы финансов НИУ ВШЭ.
Адрес: Федеральное государственное
автономное образовательное учреждение
высшего образования «Национальный
исследовательский университет
«Высшая школа экономики», 119049,
Москва, ул. Шаболовка, д. 26, стр. 4.
E-mail: agalanova@hse.ru

Information about the authors

Vladimir A. Galanov
Doctor of Economics, Professor
of the Department for «Financial Markets»
of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 117997,
Russian Federation.
E-mail: Galanov.VA@rea.ru

Alexandra V. Galanova
PhD, Assistant Professor
of the School of Finance
of the HSE.
Address: National Research University
Higher School of Economics,
26/4 Shabolovka Str.,
Moscow, 119049,
Russian Federation.
E-mail: agalanova@hse.ru