

**Лубочкин Михаил Михайлович**

аспирант кафедры мировой экономики  
Санкт-Петербургского государственного университета  
dom-hors@mail.ru

**АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ  
РЕГУЛИРОВАНИЯ  
И САМОРЕГУЛИРОВАНИЯ  
ФОНДОВЫХ РЫНКОВ  
В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ**

**Аннотация:**

*В статье рассматривается опыт развития систем регулирования и саморегулирования фондового рынка в современной экономико-правовой среде с точки зрения их воздействия на эффективность деятельности бирж в современных условиях глобализации. В последние годы данная проблематика стоит особенно остро в связи с возрастанием роли фондовых рынков в экономической системе, а также внедрением инструментов и методов внутридневной и высокочастотной торговли.*

**Ключевые слова:**

*фондовый рынок, регулирование, саморегулирование, мировая экономика, глобализация, экономическая интеграция, механические торговые системы, экономический кризис.*

**Lubochkin Michail Michaylovich**

PhD student of the Global Economics Subdepartment,  
St.-Petersburg State University  
dom-hors@mail.ru

**TOPICAL ISSUES OF  
THE STOCK MARKET REGULATION  
AND SELF-REGULATION  
UNDER THE CONDITIONS OF  
GLOBALIZATION**

**Summary:**

*The paper deals with stock market's systems of regulation and self-regulation in the current economical and legal environments in the context of their impact on the efficiency of the stock exchange's activities under the conditions of globalization. Recently the studied range of problems is becoming ever more relevant due to increase of the stock markets' role in the economic system and introduction of the tools and methods of the intraday and high-frequency trading.*

**Keywords:**

*stock market, regulation, self-regulation, world economy, globalization, economic integration, mechanical trading systems, economic crisis.*

Увеличение роли международной конкуренции в экономической системе, а равно ускорение темпов развития фондовых рынков способствуют повышению эффективности их деятельности – в значительной степени, благодаря выработке системы регулирования фондовых рынков, наилучшим образом приспособленной к условиям того или иного государства, а также, что не менее важно, общепринятым мировым нормам. Однако основные цели регулирования фондового рынка на государственном и наднациональном уровнях являются более конкретными и включают прежде всего защиту инвесторов и спекулянтов путем внедрения честных и прозрачных механизмов торговли [1, с. 106–111], снижение вероятности необоснованно высоких ценовых колебаний в течение коротких промежутков времени, возникающих в результате воздействия неэффективностей рынка при определенной рыночной конъюнктуре [2]. Очевидно, что в условиях отсутствия транзакционных издержек и, главное, абсолютной верности концепции эффективного рынка, государственное регулирование не являлось бы необходимым элементом системы [3], но в реально имеющейся на сегодняшний день ситуации участники рынка – как институциональные, так и, в большей степени, частные инвесторы, – сталкиваются с различными вопросами, воздействие на которые регулирующих органов является крайне важным для продолжения устойчивого развития экономической среды.

В общем и целом, позитивное влияние глобализационных процессов на фондовый рынок является очевидным и характеризуется не только ростом объемов оборачиваемых средств, но и увеличением количества и качества инвестиционных возможностей для иностранного и отечественного капитала. Тем не менее глобализация оказывает и негативное воздействие, выражающееся в повышении нестабильности рынка в целом из-за усложнения характера происходящих на нем процессов ценообразования. Можно утверждать, что в некоторой степени негативные последствия экономических кризисов конца XX – начала XXI в. были усилены недостаточно высокой скоростью модернизации и совершенствования процессов государственного и негосударственного регулирования [4].

На фондовом рынке механизмы внешней регуляции государственными органами и внутренней саморегуляции сочетаются. В функции внешних регуляторов при этом, как правило, входит мониторинг законодательной и нормативной базы, аттестация специалистов, лицензирование профессиональных участников фондовых рынков и контроль за их деятельностью.

Кроме национальных, существуют также наднациональные внешние регуляторы, наиболее значимым из которых является Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Членами IOSCO являются регулирующие органы 109 государств, включая США, ЕС, Японию и Китай. Основная деятельность данной организации лежит в поле разработки стандартов регулирования национальных фондовых рынков; документ «Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг» (IOSCO Principles) принимается в качестве основного для регулирования фондовых рынков в большинстве развитых стран [5]. Другие функции IOSCO заключаются в обмене информацией между регуляторами различных государств и ведении базы данных по национальным законодательствам о фондовых биржах. Механизмами же саморегуляции в значительной степени определяются система обеспечения и характер текущей деятельности на рынке [6]. Необходимо также понимать, что в различных государствах соотношение ролей внешних и внутренних регуляторов на сегодняшний день остается разным. На это соотношение могут влиять различные факторы, от культурно-исторических особенностей, господствующей общеэкономической системы хозяйствования, до степени развитости фондового рынка.

В 2008 Комитет европейских регуляторов ценных бумаг (CESR) признал, что кризис в значительной степени показал ограниченную эффективность саморегулирования фондовых рынков [7]. Позже, в мае 2010 г., этот вывод был подтвержден «мгновенным падением», в ходе которого индекс Доу-Джонса за несколько минут вначале упал на 9,2 %, затем взлетел обратно и почти достиг своих предыдущих значений.

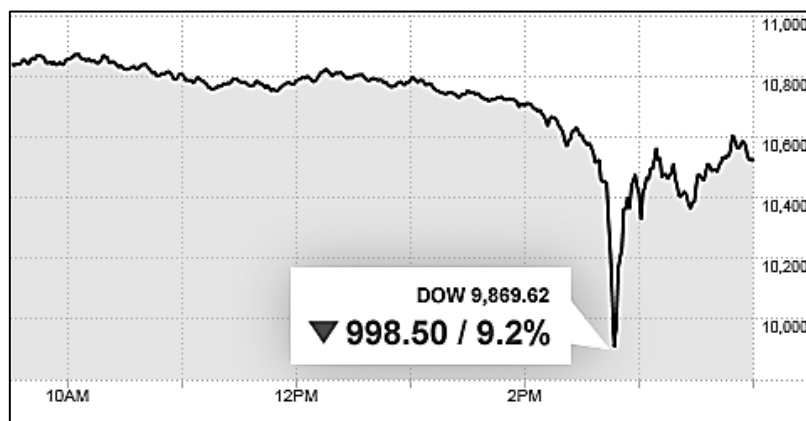


Рисунок 1 – «Мгновенное падение» 6 мая 2010 г. [8]

Таким образом, можно сделать вывод о необходимости модификации не только общих системных, но и технических механизмов регулирования фондовых рынков, проистекающей из изменения характера действий участников, развития новых технологий, прежде всего вычислительных и коммуникационных, и прочих факторов. Огромное значение внешнего регулирования фондовых рынков в различных государствах является непосредственным следствием необходимости защиты инвесторов, обеспечения прозрачных и четких правил игры, контроля текущего состояния, в том числе финансового, инвестиционных институтов.

При разработке базовой стратегии и конкретных мер регулирования, однако, существует объективная необходимость учитывать непосредственно природу движения цен и тот факт, что такое движение в некоторые моменты не только может, но и должно изменять свой характер, свои свойства, иногда делая достаточно резкие скачки за непродолжительные периоды. Движения цен на фондовых биржах не описываются нормальным распределением, и так называемые «длинные хвосты» цен, резкие всплески торговой активности и прочие подобные явления, проявляющиеся регулярно, нельзя считать отклонением, с которым надо бороться, особенно при помощи механизмов прямого регулирования [9]. В связи с этим следует обязательно различать ценовые ралли и провалы, возникшие естественным образом вследствие изменения текущей конъюнктуры, от таких, которые очевидно стали результатом несовершенства рыночных механизмов, а равно преднамеренное воздействие на рынок какого-либо инвестора или группы инвесторов от совершенно обычного пика паники во время кризиса или эйфории на фоне всеобщего подъема.

Более того, на небольших таймфреймах манипулирование рынком в разумных пределах является не только не вредным, но и совершенно необходимым. Так, крупный институциональный инвестор, в течение какого-то времени удерживающий цену актива на определенном уровне, чтобы закупить большие объемы, не понесет неприемлемых транзакционных издержек, формирует гораздо более умеренный и плавный характер внутридневного движения, чем в случае, когда он единовременно выставляет колоссальный рыночный ордер. Основной крите-

рий оценки правомочности и относительной честности действий участника торгов здесь может выглядеть следующим образом: если основная прибыль от сделки получается вследствие ценового манипулирования или если такое манипулирование оказало на рынок актива слишком сильное воздействие, превышающее определенный уровень, то оно являлось вредным; если же инвестор всего лишь преследовал цель минимизации издержек, возникающих практически всегда при торговле большими объемами, до приемлемого уровня, то необходимость предпринимать в отношении него меры репрессивного характера отсутствует.

Из вышесказанного следует, что показатели, используемые при реализации мер регулирования и саморегулирования фондовых бирж с целью максимизации эффективности их деятельности и выявления недобросовестных участников, должны быть не только количественными, но и качественными. Например, технические средства, направленные на поиск признаков манипулирования рынками, должны основываться не только и не столько на аномальных всплесках активности, превышающих определенные величины, но и стремиться к выявлению причин их возникновения. Наилучший способ достижения такого результата – дополнение использования компьютерных технологий, замечающих первичные признаки, трудом опытных аналитиков, а в некоторых случаях привлечение компетентной помощи правоохранительных органов, использование их полномочий для проведения полноценных расследований, применение ведомственных баз данных и методов оперативной работы.

В общем и целом, грамотное и целостное, но при этом не избыточное внешнее регулирование является важным фактором развития фондового рынка. Государство должно иметь однозначно определенные концепцию и план развития национального фондового рынка, в соответствии с которыми создается и по мере надобности изменяется нормативно-правовая база деятельности. Положения подобной концепции должны определяться в первую очередь внутрегосударственными факторами, а равно учитывать международный опыт и требования.

В заключение следует сказать, что делая вывод из всего вышесказанного, можно выделить следующие аспекты, на обеспечение которых прежде всего должно быть направлено развитие систем регулирования и саморегулирования фондовых бирж:

- обеспечение мер, поощряющих и гарантирующих развитие инфраструктуры,
- оперативное информационное обеспечение участников рынка,
- совершенствование законодательной и нормативной базы с учетом интересов как институциональных, так и частных инвесторов,
- создание систем внебиржевой торговли,
- реализация дальнейшей плавной интеграции национальных фондовых рынков с мировым прежде всего как с совокупностью национальных.

#### **Ссылки:**

1. Ильин В.В., Титов В.В. Биржа на кончиках пальцев. СПб., 2004.
2. Maillat B., Thierry M. An index of market shocks based on multiscale analysis. Quantitative finance 3, 2003.
3. Мандельброт Б., Хадсон Р. Непослушные рынки: фрактальная революция в финансах. М., 2006.
4. CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO code. 2008. URL: [http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR\\_08\\_277.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR_08_277.pdf) (дата обращения: 18.12.2012).
5. Objectives and principles of securities regulation. International Organization of Securities Commissions, 2003. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> (дата обращения: 20.12.2012).
6. Gough L. Financial Times Guide to How the Stock Market Really Works. FT Press, 2012.
7. CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO code. 2008. URL: [http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR\\_08\\_277.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR_08_277.pdf) (дата обращения: 18.12.2012).
8. Glitches send Dow on wild ride. 2010 г. URL: [http://money.cnn.com/2010/05/06/markets/markets\\_newyork/index.htm](http://money.cnn.com/2010/05/06/markets/markets_newyork/index.htm) (дата обращения: 23.12.2012).
9. Мандельброт Б., Хадсон Р. Указ. соч.

#### **References (transliterated):**

1. Il'in V.V., Titov V.V. Birzha na konchikakh pal'tsev. SPb., 2004.
2. Maillat B., Thierry M. An index of market shocks based on multiscale analysis. Quantitative finance 3, 2003.
3. Mandel'brot B., Khadson R. Neposlushnie rynki: fraktal'naya revolyutsiya v finansakh. M., 2006.
4. CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO code. 2008. URL: [http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR\\_08\\_277.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR_08_277.pdf) (date of access: 18.12.2012).
5. Objectives and principles of securities regulation. International Organization of Securities Commissions, 2003. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> (date of access: 20.12.2012).
6. Gough L. Financial Times Guide to How the Stock Market Really Works. FT Press, 2012.
7. CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO code. 2008. URL: [http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR\\_08\\_277.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR_08_277.pdf) (date of access: 18.12.2012).
8. Glitches send Dow on wild ride. 2010 g. URL: [http://money.cnn.com/2010/05/06/markets/markets\\_newyork/index.htm](http://money.cnn.com/2010/05/06/markets/markets_newyork/index.htm) (date of access: 23.12.2012).
9. Mandel'brot B., Khadson R. Op. cit.