

*На правах рукописи*

**Дедова Мария Дмитриевна**

**ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ  
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность 12.00.03 – Гражданское право;  
предпринимательское право; семейное право;  
международное частное право

**Автореферат**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата юридических наук

Москва, 2013 г.

Работа выполнена на кафедре предпринимательского права юридического факультета ФГБОУ ВПО «Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова».

Научный руководитель: Доктор юридических наук, профессор,  
заслуженный юрист РФ  
**ГУБИН Евгений Парфирьевич**

Официальные оппоненты: **ГАБОВ Андрей Владимирович**  
доктор юридических наук,  
заведующий отделом гражданского  
законодательства и процесса  
Института законодательства и  
сравнительного правоведения при  
Правительстве Российской  
Федерации.

**БАШКИНСКАС Витаутас Юргио**  
кандидат юридических наук,  
начальник Управления правовых  
экспертиз и нормативной работы  
Юридического департамента ОАО  
«Газпром».

Ведущая организация: **ФГАОУ ВПО «Национальный  
исследовательский университет  
«Высшая школа экономики».**

Защита состоится «26» ноября 2013 г. в 15.00 часов на заседании диссертационного совета Д 504.001.03 для рассмотрения докторских и кандидатских диссертаций при Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации по адресу: 119571, Москва, проспект Вернадского, д. 82, учебный корпус 5, зал заседаний ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»

Автореферат разослан «\_\_\_» октября 2013 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета  
кандидат юридических наук, доцент



**М.А. Егорова**

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

### **Актуальность темы диссертационного исследования.**

Постоянно возникающие экономические кризисы приводят к негативным последствиям для экономики. В современном мире инвестиции приобретают глобальный характер, поэтому экономические кризисы затрагивают экономику любой страны, наносят ощутимые убытки национальным производителям, создают неопределенность результатов предпринимательской деятельности в связи с возникновением таких рисков, которые предприниматели не в состоянии предупредить и минимизировать и которыми невозможно управлять. Это приводит к убыткам, невозможности планировать развитие предпринимательской деятельности, непредсказуемости результатов вложения инвестиций.

Такие последствия экономических кризисов невозможно было себе представить еще пять лет назад, до того, как глобальный финансовый кризис 2008 года потряс всю мировую экономику и в том числе экономику Российской Федерации. Уже тогда стало ясно, что причиной возникновения кризиса стала недостаточная эффективность правового регулирования рынка ценных бумаг. Данный рынок остается важной сферой вложения инвестиций с огромным объемом используемых активов. Рынок ценных бумаг отличается крайней нестабильностью и непредсказуемостью, высоким уровнем риска манипулирования рынком, подавляющим влиянием спекулятивных операций, оторванностью мотивов совершения сделок и колебанием курсовой стоимости ценных бумаг от реальных условий ведения предпринимательской деятельности эмитентов ценных бумаг.

Инвестиции, носящие краткосрочный, спекулятивный характер, явно преобладают над долгосрочными инвестициями. Особое место занимает рынок производных финансовых инструментов, объем которого в несколько раз превышает объем реального производства и объем сделок с реальным товаром. Более того, рынок производных финансовых

инструментов постоянно мутирует, находя возможности для дальнейшего расширения в виде обоснования своей необходимости для защиты инвестиций в виде хеджирования или биржевых (в отличие от внебиржевых) фьючерсных сделок.

Развитие рынка производных финансовых инструментов без должного правового регулирования приводит к увеличению долговых и инвестиционных рисков, не поддающихся прогнозированию и минимизации, а в целом - к нестабильности экономики и, как следствие, к экономическому кризису. Регулярность таких кризисов свидетельствует о том, что причины их возникновения не устранены. Эти причины только внешне проявляются в спекулятивных операциях, объем которых превысил разумные пределы. Их внутреннее содержание необходимо искать в выявлении подлинных целей рынка ценных бумаг, которые должны соответствовать общей социальной направленности предпринимательской деятельности.

Указанными обстоятельствами и обусловлено возникновение научного интереса к проблемам эффективности правового регулирования рынка ценных бумаг.

### **Степень разработанности темы.**

Понятие рынка ценных бумаг, его функции и правовое регулирование отражены достаточно подробно в научной литературе и российском законодательстве. Правовое регулирование рынка ценных бумаг постоянно развивается, исходя из актуальных потребностей защиты прав и законных интересов инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Однако правовая наука еще не сформировала концептуальное видение специфики правового регулирования этой сферы в целях достижения баланса интересов инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг с учетом публично значимых интересов. Таким

образом, в российской теории предпринимательского права до настоящего времени не выполнялись диссертационные, монографические исследования, предмет которых состоял бы в комплексном исследовании теоретических и практических вопросов, связанных с эффективностью правового регулирования рынка ценных бумаг.

#### **Объект исследования.**

Объектом диссертационного исследования являются общественные отношения, возникающие в сфере правового регулирования рынка ценных бумаг, с учетом их критической оценки с точки зрения реальной защиты прав и законных интересов инвесторов и соразмерности ограничения свободы предпринимательской деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

#### **Предмет исследования.**

Предметом диссертационного исследования выступают нормативные правовые акты российского законодательства, государственные программы развития рынка ценных бумаг, научные исследования отечественных и зарубежных ученых, касающиеся правового регулирования рынка ценных бумаг, а также формирующаяся в данной сфере российская и зарубежная судебная практика.

#### **Цель исследования.**

Цель диссертационного исследования состоит в комплексном и системном изучении проблем эффективности правового регулирования рынка ценных бумаг в российском праве как с точки зрения сложившихся в науке подходов, так и с позиции правового регулирования и судебно-арбитражной практики, а также в выработке теоретических выводов и предложений по совершенствованию действующего законодательства.

**Задачи исследования.**

Для достижения поставленной цели в ходе исследования предполагается решить следующие задачи:

- проанализировать понятие рынка ценных бумаг с точки зрения целей и функций рынка ценных бумаг;
- дать общую характеристику правового регулирования рынка ценных бумаг в его сравнении с другими рынками капиталов;
- выявить правовые цели и принципы функционирования рынка ценных бумаг;
- рассмотреть вопрос о правовых рисках, возникающих на рынке ценных бумаг для инвесторов;
- исследовать действующее законодательство о рынке ценных бумаг и практику его применения на предмет наличия пробелов, негативно влияющих на эффективность правового регулирования;
- изучить, насколько правовой механизм рынка ценных бумаг позволяет решить объективную проблему злоупотреблений на рынке ценных бумаг со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- проанализировать допустимость существования рынка производных финансовых инструментов;
- рассмотреть существующие теоретические подходы к правовой природе фьючерсных сделок и деривативов;
- исследовать систему гарантий реализации и защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг;
- сформулировать системные предложения по совершенствованию действующего законодательства.

**Источники и методологическая основа исследования.**

В основу исследования проблемы эффективности правового регулирования рынка ценных бумаг положены российское федеральное

законодательство, ненормативные программные документы, а также работы ведущих отечественных и зарубежных ученых. В ходе работы над диссертацией автором использовались логический, диалектический, исторический, структурный и сравнительно-правовой методы. Оценка эффективности правового регулирования рынка ценных бумаг требует особенно четкого разграничения между причиной и следствием в оценке общественных явлений, учета степени влияния существующих правовых норм на складывающиеся отношения на рынке ценных бумаг, определения соразмерности ограничения свободы предпринимательской и инвестиционной деятельности с точки зрения соответствия общественно значимым целям правовых и экономических средств, используемых для достижения этих целей.

#### **Теоретическая основа исследования.**

Рассмотрение проблем, связанных с эффективностью правового регулирования рынка ценных бумаг опирается на достижения общей теории права и отраслевых юридических наук. Это обусловило использование в ходе диссертационного исследования работ А.Б. Агеева, Б.И. Алехина, В.К. Андреева, В.А. Белова, П.Ю. Бороздина, А.В. Габова, Г.А. Гаджиева, В.А. Галанова, А.Ю. Голубкова, О.М. Горбуновой, Е.П. Губина, Д.И. Дедова, А.А. Демина, В.В. Долинской, Н.Г. Дорониной, И.Я. Дюрягина, И.В. Ершовой, Е.В. Зеньковича, Д.А. Керимова, А.А. Килячкова, В.А. Козлова, В.Н. Кудрявцева, Е.Б. Лаутс, А.В. Майфата, А.В. Малько, М.Н. Марченко, А.Е. Молотникова, С.З. Мошенского, Д.В. Мурзина, В.И. Никитинского, Г.Д. Отнюковой, И.С. Самощенко, Д.И. Степанова, Е.А. Суханова, В.В. Фалеева, Т.Я. Хабриевой, Е.Г. Хоменко, Л.А. Чалдаевой, А. Шадрина, А.Е. Шерстобитова, К.В. Шундикова, В.А. Юсупова и других. В работе проанализированы исследования зарубежных ученых по рассматриваемой проблематике, изучение которых является необходимым условием для проведения сравнительно-правового анализа

зарубежной практики. Это, прежде всего, работы У.Е. Батлера, М.Е. Гаши-Батлера, Bain Bridge S.M., Baldwin R., Carlton D., Cave M., Coffee J.C., Cooter R., Dooley M., Easterbrook F., Fama E., Fischel D., Gilson R., Huber B., Jennings R.W., Kern M., Kraakman R., Lodge M., Louis A., Marsh H., Meier W., Nolle D.E., Roussel R.G., Sharpe W., Theobald T. и других.

Кроме того, всесторонний анализ эффективности правового регулирования рынка ценных бумаг был бы невозможен без привлечения достижений экономической науки, поэтому диссертантом использованы результаты исследований как российских, так и зарубежных экономистов, включая А. Смита, Н.И. Берзона, С. Бриттана, А.С. Булатова, Н.А. Волгина, В.И. Кушлина, В. Маслова, В. А. Мау, Я.М. Миркина, Родионова, Харриса Л., Miller M., Modigliani F и других.

#### **Научная новизна исследования.**

До настоящего времени проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в части защиты прав и законных интересов инвесторов рассматривались в основном с позиций защиты права собственности на эмиссионные ценные бумаги, а также правового обеспечения перехода права собственности на ценные бумаги.

Настоящая работа представляет собой комплексное диссертационное исследование проблем создания новых и совершенствования существующих правовых механизмов защиты прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг с точки зрения их экономического интереса по вложению капитала, его сохранению и созданию дохода на капитал.

Данный подход направлен на обеспечение эффективности правового механизма рынка ценных бумаг, исходя из его экономической сущности. При данном подходе выявляются такие недостатки действующего законодательства о рынке ценных бумаг как бессистемность и фрагментарность, что не позволяет ограничиваться только лишь



изложением нормативного подхода, а, напротив, располагает именно к теоретическому системному осмыслению данной проблематики.

С учетом этого в диссертационном исследовании предпринята попытка теоретико-методологического изложения критериев эффективности правового механизма рынка ценных бумаг. По результатам проведенной работы сформулированы предложения, которые могут быть использованы для дальнейшей теоретической разработки различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг, операций с эмиссионными ценными бумагами, а также в правотворческой и правоприменительной деятельности.

На основе проведенного исследования автором сформулированы следующие **положения, выносимые на защиту**:

1. Определены основные направления повышения эффективности правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг, которые заключаются: 1) в снижении административных барьеров для эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, включая отмену чрезмерных ограничений свободы их деятельности, не обусловленных целями рынка ценных бумаг; 2) в повышении действенности мер предварительного контроля при выпуске ценных бумаг и пруденциального надзора над эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг; 3) в реализации права инвесторов на получение полной и достоверной информации об эмитенте для принятия инвестиционного решения. Указанные подходы обеспечивают реализацию общих принципов права, направленных на исключение конфликта интересов и соразмерность ограничения свободы деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, и обеспечивают баланс интересов всех участников рынка ценных бумаг.

2. Доказано что, государственное регулирование рынка ценных бумаг определяется как разновидность социального управления в целях

достижения общественно значимых интересов. Такими интересами, нуждающимися в правовой защите на рынке ценных бумаг, являются интерес инвестора в принятии обоснованного инвестиционного решения и интерес в стимулировании эмитентов к выходу на рынок.

3. Эффективное правовое регулирование отношений на рынке ценных бумаг предполагает действие общесоциальных факторов:

- понимание регулятором и субъектами правоотношений публичного интереса, связанного с привлечением инвестиций в национальную экономику;
- объем и характер раскрываемой информации, позволяющий наиболее полно и адекватно отразить состояние бизнеса эмитента, и принять инвестору правильное инвестиционное решение;
- принятие и соблюдение этических кодексов поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- образованность инвесторов;
- стремление инвесторов к принятию ответственных решений.

4. Научно обоснованное повышение эффективности системы мер пруденциального надзора в целях обеспечения финансовой устойчивости эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг при совершенствовании правового регулирования должно основываться на следующем:

- размер обеспечительных мер не должен быть менее объема обязательств эмитента;
- при государственной регистрации эмиссии облигаций регистрирующий орган обязан проверить реальность предоставляемого обеспечения, а эмитент должен представить сведения и документы о соблюдении всех корпоративных процедур, связанных с предоставлением им или третьими лицами обеспечительных мер;
- введение в состав совета директоров профессиональных участников рынка ценных бумаг в обязательном порядке независимых директоров.

5. Обоснована объективная трудность в обеспечении эффективности правового регулирования рынка производных финансовых инструментов в связи с высокой степенью неопределенности экономических и правовых рисков, лежащих в основе подавляющего большинства срочных сделок. Являясь исключительно спекулятивными по своей природе, эти сделки открывают неограниченные возможности по манипулированию рынком, злоупотреблению правами по распоряжению денежными средствами со стороны менеджмента и вследствие этого причиняют убытки участникам юридических лиц и дестабилизируют бюджетную политику государства, что необходимо учитывать при повышении эффективности правового регулирования.

6. В целях достижения более эффективной реализации права инвесторов на информацию предложено изменить содержание раскрываемых сведений с целью минимизировать усилия инвесторов по проведению дополнительного анализа экономического состояния эмитента, облегчить инвесторам принятие инвестиционного решения. Для этих целей предлагается раскрывать сведения:

- 1) в отношении всех срочных сделок эмитента,
- 2) о проблемных вопросах деятельности эмитента, которые являются предметом обсуждения и анализа менеджмента и аудитора,
- 3) о подробном анализе менеджментом и оценщиком финансовой устойчивости эмитента,
- 4) о любых сделках, не относящихся к обычной хозяйственной деятельности эмитента, включая сделки по предоставлению эмитентом или его аффилированными лицами обеспечения по исполнению обязательств третьими лицами.

В этих же целях предлагается предусмотреть право не только акционеров, но и владельцев иных эмиссионных ценных бумаг эмитента, а также потенциальных инвесторов на доступ к информации акционерного общества, осуществившего публичное размещение ценных бумаг.

7. Обоснована необходимость установления принципов вознаграждения лиц, занимающих руководящие должности в органах управления эмитента и его аффилированных лицах. Необходимо поставить размер вознаграждения в зависимость от реализации долгосрочной стратегии, направленной на создание реальной стоимости бизнеса.

8. Обоснована законность и целесообразность клиринга обязательств несостоятельного участника срочного рынка за исключением обязательства по уплате вариационной маржи, в связи с тем, что при заключении срочных сделок интересы сторон связаны с выплатой суммы вариационной маржи, а не всей стоимости сделки. В этом случае требования по уплате вариационной маржи должны быть включены в реестр требований кредиторов несостоятельного должника.

### **Практическая значимость исследования.**

Практическая значимость исследования заключается в том, что положения, выводы и обобщения, полученные в ходе диссертационного исследования, будут способствовать дальнейшему развитию правового регулирования рынка ценных бумаг и совершенствованию на этой основе правотворчества и правоприменения, в том числе судебно-арбитражной практики.

Содержание диссертационного исследования может быть использовано при преподавании учебных курсов гражданского и предпринимательского права, при подготовке учебников и учебных пособий.

Кроме того, практическая значимость результатов предпринятого диссертационного исследования определяется и тем, что содержащиеся в нем выводы и предложения могут быть применены в правотворческой деятельности, направленной на совершенствование законодательства о рынке ценных бумаг.

**Апробация результатов исследования.**

Результаты исследования были обсуждены и одобрены на заседаниях кафедры предпринимательского права юридического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова.

Основные теоретические положения, научные выводы и обобщения, содержащиеся в диссертации, отражены в научных публикациях автора настоящей работы. **Всего по теме диссертационного исследования опубликовано 5 научных работ общим объемом 2,5 п.л.**

Кроме того, результаты диссертационного исследования апробированы в ходе участия автора настоящей работы в следующих научных конференциях: Международная научно-практическая конференция «Право в современном мире» (Екатеринбург, 7 декабря 2012 г.), заочная форма участия; XX Международная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов-2013» (Москва, 8-12 апреля 2013 г.).

**Структура диссертационного исследования** обусловлена его предметом, целью и задачами и состоит из введения, трех глав, объединяющих восемь параграфов, и библиографического списка.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** обосновывается актуальность темы диссертации, раскрывается степень ее научной новизны, определяются объект, предмет, цель, задачи и методы исследования, формулируются положения, выносимые на защиту.

**В первой главе "Рынок ценных бумаг: основные положения"** дается общая характеристика рынка ценных бумаг и его целей с точки зрения содержания возникающих на нем отношений, целей государственного регулирования рынка ценных бумаг, государственных функций и основных средств правового регулирования. Данная глава состоит из трех параграфов.

**Первый параграф первой главы "Понятие и сущность рынка ценных бумаг"** посвящен проблемам определения понятия рынка ценных бумаг, которые освещены на основе исторического анализа целей возникновения института правового регулирования рынка ценных бумаг как средства дополнительной мобилизации свободных средств работников, других предприятий и организаций в связи с переходом на самофинансирование в конце восьмидесятых годов XX века.

Автор определяет место рынка ценных бумаг в ряду взаимосвязанных с ним рынков, включая финансовый рынок, на котором происходит мобилизация капитала и перераспределение свободных денежных средств посредством кредитования или выпуска ценных бумаг и в составе которого выделяется денежный рынок и рынок капиталов. Данная классификация помогает выявить отнесение рынка ценных бумаг к рынку капиталов и определить его основную цель - преобразование сбережений в капитал путем приобретения корпоративных и заемных эмиссионных ценных бумаг. При этом акции и облигации выполняют роль средств привлечения капитала в экономику. Необходимость правильного понимания сущности

рынка ценных бумаг обусловлена целью определения эффективности правового регулирования возникающих на данном рынке отношений.

Автор при определении целей рынка ценных бумаг учитывает, что спрос создается предложением, которое формируется за счет потребностей корпораций в капитале. При этом рынок выполняет такие важные задачи как организация эмиссии и размещения ценных бумаг, обеспечение их ликвидности с помощью инфраструктуры рынка.

Автор предлагает учитывать, что и ликвидность в данном случае не является самоцелью, а должна быть направлена на формирование действительной рыночной стоимости ценных бумаг, а если это корпоративные ценные бумаги, - то и бизнеса эмитента в целом. Это обусловлено тем, что современная экономика и методы правового регулирования требуют честного подхода как к спросу, так и к предложению на рынке ценных бумаг. Он заключается в реальности проектов, под которые привлекается капитал, а также в понимании инвесторами, что этот проект относится к той сфере человеческой деятельности, которую сейчас необходимо развивать. Инвесторам должен быть интересен не доход сам по себе, а финансово-экономическое состояние бизнеса эмитента и его стратегические перспективы. Такой подход является не только правильным с точки зрения инвестиционной стратегии, но и с точки зрения достижения правовым регулированием публично значимых целей.

Автор также проводит сравнительный анализ различных средств привлечения денежных средств на рынок ценных бумаг, выделяя по отдельности акции, облигации, документарные ценные бумаги, финансовые инструменты и другие в зависимости от их особенностей и эффективности достижения цели рынка ценных бумаг.

Во втором параграфе первой главы "**Функции рынка ценных бумаг**" дана классификация функций (общие и специальные), рассмотрено их содержание и основные подходы к их определению. Данные функции

рассмотрены автором с учетом цели рынка по привлечению капитала. С этой точки зрения среди представленных функций рынка особенно отмечается повышение эффективности функционирования первичных рынков. Данные функции исследованы с точки зрения также видов рынков ценных бумаг, которым также дана классификация.

Автор анализирует причины возникновения экономических кризисов с точки зрения неэффективности правового регулирования рынка ценных бумаг. Автор указывает на особенность сложившейся до кризиса ситуации, которая заключается в наличии избытка предложения капитала и дефицита спроса на капитал. Это повлекло за собой рост дополнительного предложения средств привлечения капитала в виде новых финансовых инструментов, которые не обеспечивают защиту прав и законных интересов инвесторов, повышая риски потери капитала. Такой резкий рост объема рынка ценных бумаг произошел за счет ухудшения качества правового регулирования, не обеспечившего гарантии защиты интересов инвесторов. Это послужило одной из причин стремления к более жесткому государственному контролю над рынком ценных бумаг.

Автор отмечает и другие тенденции, препятствующие нормальному функционированию рынка ценных бумаг, такие как волнообразное изменение курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг, стремление большей части инвесторов к совершению сделок спекулятивного характера, к которым примыкают профессиональные участники, стремящиеся получить спекулятивный доход на разнице в стоимости ценных бумаг, а также руководители компаний-эмитентов, которые делают все, для того, чтобы финансовая отчетность оправдывала ожидания роста их ценных бумаг, даже если показатели этой отчетности не соответствуют действительности. Кроме кризисных и иных негативных последствий для других участников рынка и предпринимателей, действующих на других рынках, это приводит к неадекватной оценке стоимости ценных бумаг и бизнеса эмитента в целом как в сторону превышения, так и в сторону



занижения его действительной стоимости, что в конечном счете умаляет значение такой функции рынка ценных бумаг как рыночная оценка эмитента на основе принципа ликвидности.

Особое внимание автор уделяет информационной и перераспределительной функциям рынка ценных бумаг. Очевидно, что рынок обеспечивает прозрачность деятельности эмитента, который решился выйти на публичное размещение ценных бумаг, поскольку полное раскрытие достоверной информации об эмитенте является залогом успешной эмиссии. Это однако не снимает проблему защиты коммерческой тайны эмитента, что не нашло достаточно адекватного отражения в правовом регулировании.

**В третьем параграфе первой главы "Особенности правового регулирования рынка ценных бумаг"** автор анализирует правовое регулирование рынка ценных бумаг с точки зрения достижения его целей и обеспечения стабильности. Автор отмечает отсутствие единого мнения по этому вопросу среди экономистов, одни из которых верят в то, что рынок в состоянии обеспечить баланс спроса и предложения самостоятельно (представители либеральной рыночной экономики), а другие считают объективной невозможность обеспечить достижение двух диалектически противоречивых целей: поддержания макроэкономического равновесия и стимулирования экономической активности эмитентов и инвесторов, учитывая также, что макроэкономическое равновесие является лишь временным периодом.

Автор приходит к выводу о том, что равновесие, стабильность ценны не сами по себе, а лишь как следствие устойчивости системы (в данном случае рынка ценных бумаг как системы привлечения и оборота капитала). При этом устойчивость в долгосрочном плане невозможна без изменений, а точнее говоря, развития. Таким образом, баланс достигается только при одновременном наличии устойчивости и развития. Если изменения лишают всю систему равновесия, системные связи рушатся. Именно это сейчас и

происходит с рынком ценных бумаг. Чтобы решить эту задачу автор на основе теории общественного выбора предлагает изменить саму парадигму экономики, то есть отказаться от экономики безграничного потребления, рассматривающую человека как потребителя, а не как члена общества, имеющего право на высокое качество жизни.

В свете решения указанных проблем автор исследует содержание государственного регулирования рынка ценных бумаг с точки зрения его целей и задач, а также различные модели регулятивной инфраструктуры и регулирующие стратегии, используемые в международной практике. Государственное регулирование рынка ценных бумаг определяется как разновидность социального управления в целях достижения общественно значимых интересов. Такими интересами, нуждающимися в правовой защите на рынке ценных бумаг, по мнению автора, являются интерес инвестора в принятии обоснованного инвестиционного решения и стимулирование эмитентов к выходу на рынок.

**Вторая глава "Эффективность государственного регулирования рынка ценных бумаг"** состоит из трех параграфов и посвящена проблемам эффективности правового регулирования рынка ценных бумаг.

**Первый параграф второй главы "Критерии эффективности правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг"** содержит результаты исследования критериев эффективности правового регулирования на основе имеющихся теоретических данных в рамках российских и зарубежных источников. Автор анализирует понятие эффективности, его содержание для выявления объективных критериев эффективности, а также выявляет методологию определения целей и разумные и научно обоснованные средства достижения целей, которые являются условиями эффективного закона.

Автор полагает, что эффективность правовых норм зависит от того, насколько заложенные в нормах правовые средства достигают поставленной перед законодателем целей.

Исходя из целей самого рынка ценных бумаг, ключевым направлением экономической политики должно стать создание финансовой инфраструктуры, эффективно выполняющей функцию трансформации сбережений в инвестиции. К мерам по повышению эффективности, принимаемых на основе государственных программ развития финансового рынка, можно отнести устранение барьеров для возникновения отношений на рынке ценных бумаг в виде освобождения эмитентов, чьи зарегистрированные выпуски уже обращаются на организованном рынке, от обязанности регистрировать дополнительные выпуски ценных бумаг, или введение правового статуса «квалифицированного инвестора» для освобождения эмитента от раскрытия информации для таких инвесторов, если среди них осуществляется размещение ценных бумаг. Однако к таким мерам нельзя отнести создание дополнительного рынка производных финансовых инструментов, поскольку он создает риски не только для инвесторов, но и для самого бюджета.

Автором исследована Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, где меры четко структурированы, и особое внимание (с детальным изложением приоритетных целей) уделяется совершенствованию правового регулирования на финансовом рынке. При этом совершенствование понимается именно через повышение эффективности правовых норм, регулирующих отношения на рынке ценных бумаг. Например, внедрение системы пруденциального надзора прямо увязано с повышением эффективности регулирования финансового рынка.

**Во втором параграфе второй главы "Анализ текущего состояния российского рынка ценных бумаг"** делается исследование рынка на основе его характеристик, необходимых для определения его недостатков и преимуществ, возникающих и выявленных на практике и в конечном счете для определения тех самых целей и средств их достижения для обеспечения эффективности рынка ценных бумаг.

Рост количества размещений российских компаний-эмитентов за рубежом свидетельствует о вновь усилившейся тенденции к оттоку российского капитала на иностранные торговые площадки. Помимо политических рисков и экономических причин, которые отмечают финансисты (отсутствие на российском рынке "длинных" денег в связи с относительно малым количеством институциональных инвесторов, относительно небольшое количество иностранных инвесторов, работающих на российском рынке и т.д.), перетоку капитала на зарубежные площадки также способствуют действующие нормативы размещения в России, что заметно снижает привлекательность российских бирж.

Автор отмечает, что одной из причин этого является мировой финансовый кризис, который серьезно ухудшил положение российского фондового рынка, привел к снижению стоимости ценных бумаг и индексов, сокращению числа обращающихся бумаг, неустойчивости эмитентов.

В числе причин отставания российского фондового рынка от крупнейших иностранных торговых площадок называют не только такие глобальные проблемы, как мировой финансовый кризис и высокие риски, связанные с экономической и политической ситуацией в России, но и несовершенство правового регулирования эмиссии ценных бумаг, несоответствие российских стандартов раскрытия информации лучшим международным стандартам, а также формальный подход регулятора к решению проблем, возникающих на рынке ценных бумаг.

Автор анализирует меры, принимаемые Правительством Российской Федерации для решения возникших проблем, в том числе создание международного финансового центра, принятие Федеральных законов, регулирующих клиринговую деятельность, организованные торги, а также деятельность центрального депозитария. Важным событием также является объединение двух крупнейших российских бирж ММВБ и РТС, что соответствует глобальной тенденции консолидации бирж за последнее десятилетие.

**Третий параграф второй главы "Правовые меры, необходимые для повышения эффективности правового регулирования"** посвящен анализу пробелов действующего законодательства, негативно влияющих на эффективность правового регулирования. Для решения указанной задачи автором исследованы положения законодательства и практика его применения о запрете манипулирования рынком и других злоупотреблениях, о производных финансовых инструментах и срочных сделках, о совмещении видов деятельности на финансовых рынках, о раскрытии информации, о корпоративном управлении.

На примере законов США Сарбейнса-Оксли, Гласса-Стигалла, Правила Волкера и других положений Закона Додда-Франка 2011 года автор выделяет цели и средства их достижения. На основании сделанного анализа автор приходит к выводу об отсутствии реальной связи между рынком "реальных" ценных бумаг и рынком производных финансовых инструментов.

Автор критикует мнение о том, что рынок производных финансовых инструментов позволяет инвестору с легкостью трансформировать портфель долговых обязательств во вложения в капитал путем продажи фьючерсных контрактов на облигации и приобретением фьючерсных контрактов на индексы акций, поскольку ни то, ни другое не относится к долговому ценным бумагам или к вложению капитала. В акции и облигации уже вложен капитал. Такая сделка основана лишь на споре о том, насколько вырастет или упадет курс соответствующего базисного актива. Но дальше негативные последствия нарастают, по крайней мере, для одной из сторон. Предположим, курс акций упал, но одна из сторон договора указала значение курса более точное, чем другая, поэтому проиграли обе стороны, но одна проиграла меньше, а другая больше, чем если бы не пыталась "хеджировать" так называемый риск. Кроме этого, анализ существующих нормативов позволяет сделать вывод о значительных пробелах в обеспечении финансовой стабильности профессиональных участников

рынка ценных бумаг по сравнению с нормативами финансовой устойчивости коммерческих банков.

**Глава третья "Правовые проблемы защиты интересов инвесторов на рынке ценных бумаг"** состоит из двух параграфов.

**Первый параграф третьей главы "Проблемы, связанные с обеспечением исполнения обязательств эмитента"** посвящен анализу правовых рисков, связанных с исполнением обязательств по ценным бумагам и финансовым инструментам, негативным образом затрагивающих права и законные интересы инвесторов и иных участников рынка ценных бумаг. Данный параграф разделен на несколько подпараграфов, в каждом из которых освещаются недостаточно эффективные меры по защите прав участников рынка. Эти проблемы возникают в таких сферах, как взыскание задолженности по долговым ценным бумагам в связи с отсутствием контроля за реальностью предоставляемого обеспечения исполнения обязательств эмитентов, предварительный контроль при регистрации выпуска ценных бумаг, пруденциальный надзор, оценка эмиссионных ценных бумаг, операции с производными финансовыми инструментами, включая проблемы определения правовой природы прав и обязанностей по срочным сделкам и как следствие возникающие проблемы в определении налогооблагаемой базы при налогообложении.

Автор отмечает, что у владельцев облигаций не возникали бы правовые риски, если бы при регистрации выпуска облигаций регистрирующий орган проверял бы правильность оформления всех документов и наличие обеспечения в особенности. Обеспечение является основным средством защиты инвесторов при выпуске облигаций, поэтому исключение правового риска, связанного с неисполнением обязательств по облигациям, должно являться одной из основных задач при регистрации выпуска ценных бумаг.

Часто при оспаривании решения о выпуске или уже имеющегося решения суда о признании такого решения недействительным,

регистрирующий орган все равно регистрирует отчет об итогах выпуска, несмотря на то, что основанием для признания выпуска эмиссионных ценных бумаг недействительным является нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации, которое не может быть устранено иначе, чем посредством изъятия из обращения выпуска эмиссионных ценных бумаг. Данным полномочием обладает орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг, однако практически его не использует, перелагая это бремя на суды, что не соответствует принципу предварительного контроля.

Автор указывает на отсутствие четких критериев разграничения между инвестициями и игрой на бирже, что создает проблемы при налогообложении срочных сделок и необходимость в ней разобраться при рассмотрении судебных споров, однако суды формулируют позицию проще: реализация инструментов срочных сделок не облагается налогом на добавленную стоимость. Необоснованность такой позиции приводит к тому, что налоговые органы продолжают оспаривать льготу по НДС по таким сделкам, считая, что в данном случае имеет место не факт инвестирования, а игра на бирже.

Автор также приходит к выводу о законности и целесообразности клиринга обязательств несостоятельного участника срочного рынка за исключением обязательства по уплате вариационной маржи, поскольку при заключении срочных сделок интересы сторон связаны с выплатой вариационной маржи, а не всей стоимости сделки.

**Второй параграф третьей главы "Раскрытие информации в контексте рекламы ценных бумаг"** посвящен анализу судебной практики о привлечении эмитентов к ответственности и раскрывает критерии анализа эффективности в данной области (так называемые прогнозные заявления). Результаты оказываются неутешительными для инвесторов, терпящих убытки в результате неадекватных действий органов управления, не соответствующих содержанию проспекта эмиссии.

Автор сравнивает российский и американский методы регулирования и приходит к выводу о том, что использование вместо запрета сложно структурированного регулирования, содержащего дозволения и стимулы для функционирования рынка ценных бумаг, создает условия для дальнейшего развития права и правовой науки. В какой-то мере это также возлагает ответственность на законодателя и правоприменителя, которые обязаны учитывать все тонкости такого дозволения, пресекать случаи когда эмитенты переходят грань дозволенного позволяют себе обманывать инвесторов.

### **Заключение.**

Проведенное автором исследование представляет собой комплексный анализ правового регулирования рынка ценных бумаг с точки зрения проблемы его эффективности. В процессе исследования автором проанализировано понятие рынка ценных бумаг, выявлены правовые цели и принципы функционирования рынка ценных бумаг, рассмотрены правовые риски, возникающие на рынке ценных бумаг для инвесторов, исследовано действующее законодательство о рынке ценных бумаг и практика его применения на предмет наличия пробелов, негативно влияющих на эффективность правового регулирования рынка ценных бумаг, проанализировано правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов, разработаны критерии эффективности правового механизма рынка ценных бумаг и предложены новые механизмы по защите прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг.

По итогам проведенного диссертационного исследования автором научно обоснованы основные направления повышения эффективности правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг, которые заключаются в снижении административных барьеров для эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, в повышении



действенности мер предварительного контроля при выпуске ценных бумаг и пруденциального надзора над эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также в реализации права инвесторов на получение полной и достоверной информации для принятия правильного инвестиционного решения.

Автором сформулированы и научно обоснованы предложения, которые могут быть использованы для дальнейшей теоретической разработки различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг, операций с эмиссионными ценными бумагами, а также в правотворческой и правоприменительной деятельности.

**СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ АВТОРОМ  
ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

**I. Научные статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях, входящих в перечень ВАК Минобрнауки РФ, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени кандидата наук**

1. *Дедова, М.Д.* Правовой анализ текущего состояния рынка ценных бумаг / М.Д. Дедова // Научно-политический журнал Государственная Служба. – 2012. - № 3. - С. 98 –100. (0,3 п.л.).
2. *Дедова, М.Д.* Раскрытие информации и реклама ценных бумаг: различия правового регулирования в России и США / М.Д. Дедова // Федеральный научно-практический и информационный журнал Предпринимательское право. - 2012. - № 3. - С. 44 – 48. (0,6 п.л.).
3. *Дедова, М.Д.* Критерии эффективности правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг / М.Д. Дедова // Научно-информационный журнал Вопросы управления. - 2012. - Выпуск № 2 (2). - С. 187 - 192. (0,6 п.л.).

**II. Научные статьи, тезисы и доклады, опубликованные в сборниках научно-практических международных, межрегиональных и всероссийских конференций**

*(апробация результатов диссертационного исследования)*

4. *Дедова, М.Д.* Критерии эффективности правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг / М.Д. Дедова // Материалы Международной научно-практической конференции «Право в современном мире» в двух частях. Уральский институт – филиал РАНХиГС при

Президенте Российской Федерации (Екатеринбург, 7 декабря 2012 г.). -  
Часть № 1. - С. 134 – 143. (0,7 п.л.).

5. *Дедова, М.Д.* Критерии эффективности правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг / М.Д. Дедова // Материалы XX Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов-2013» (Москва, 8 -12 апреля 2013 г.). (0,3 п.л.).

**По теме диссертационного исследования опубликовано**

**5 научных публикаций общим объемом 2,5 п.л.**

**Дедова Мария Дмитриевна**

*Тема диссертационного исследования*

**ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА  
ЦЕННЫХ БУМАГ**

Научный руководитель:

доктор юридических наук, профессор,

заслуженный юрист РФ

Губин Евгений Парфирьевич

*Изготовление оригинал-макета*

*Дедова Мария Дмитриевна*

*Подписано в печать \_\_\_\_\_ тираж 100 экз.*

*Усл. п.л. 1,5*

*Отпечатано Заказ № \_\_\_\_\_*

*Адрес типографии*