

альных функций государства) или защита прав потребителей. Функции Роспотребнадзора в этой области не пересмотрены, и большинство финансовых услуг подпадает под действие закона «О защите прав потребителей». А в новой системе регулирования самое слабое звено на рынке – потребитель – как раз он ничуть не стал более защищенным. В ряду слабо защищенных звеньев можно упомянуть и поддержку реального сектора, и развитие обязательных видов страхования, и выпуск и обращение государственных и муниципальных ценных бумаг, и определение принципов бухгалтерского учета и аудита, оценочной деятельности, инвестирования средств государственных корпораций, и конечно же развитие гражданского и корпоративного законодательства.

4. Появление у ЦБ несвойственных, если не сказать чуждых, функций. Например, контроль исполнения акционерного законодательства – от регистрации проспектов эмиссий ценных бумаг промышленных компаний до надзора за проведением на них собраний акционеров. Или – регулирование рынка поставок биржевых товаров сырьевого сектора. Или – построение системы распространения корпоративной информации о существенных фактах, касающихся деятельности предприятий реального сектора.

5. Огромный конфликт интересов внутри самого Центрального банка. Дело в том, что ЦБ сейчас стал не только мегарегулятором, который самостоятельно устанавливает правила игры на всех сегментах финансового рынка и одновременно контролирует

их выполнение, при этом самостоятельно оценивая собственную эффективность. ЦБ еще и крупнейший игрок и инсайдер на этом рынке, причем действие антиинсайдерского законодательства во многих случаях не распространяется на работников Банка России. Более того, Центробанк – крупнейший собственник (или влияющее на принятие решений аффилированное лицо) важнейших элементов финансовой инфраструктуры (например, обладающей фактической монополией Московской биржи, или чистого монополиста – НРД (центрального депозитария), или крупнейшего универсального банка – Сбербанка России).

6. Противоречивый характер функций и разная направленность интересов различных подразделений мегарегулятора. Например, вечный конфликт между стабильностью (сохранением статус-кво) и развитием. Между защитой прав предпринимателей (финансовых институтов) и потребителей (клиентов этих институтов). Между необходимостью поддерживать одни сегменты рынка и ущербом других (страховщики – спецдепозитарии, банки – микрофинансовые организации, УК – НПФ, безналичные – наличные платежи и т.д.).

Все сказанное подводит нас к общему выводу, что успех новой модели регулирования будет зависеть почти исключительно от субъективных факторов – профессионализма и слаженности команды, налаженного взаимодействия между разными ветвями власти, организации адекватной обратной связи с профессиональным и экспертным сообществом, успешного разрешения конфликта интересов.

*Поступила в редакцию 17 августа 2013 года*

**Я.М. Миркин**  
ИМЭМО РАН, Москва

Журнал НЭА,  
№3 (19), 2013,  
с. 135–139

## **Предпосылки и последствия создания мегарегулятора**

### *1. Поверхностные причины создания мегарегулятора на базе Банка России очень просты.*

Во-первых, это неудача в создании международного финансового центра в Москве. Сегодня стандартный ответ на подобные неудачи – укрупнение, консолидация, реорганизация. Мнимый, «псевдо» ответ, чтобы отчитаться за неудачу, – изобразить какую-то ответную реакцию. Проводятся слияния и поглощения – чтобы создать что-то «мощное», вместо осмысленных, содержательных действий. Сегодня мы это видим в финансовой сфере, а вчера и завтра – в авиационной, судостроительной, космической и других отраслях.

Во-вторых, субъективный взгляд на то, что «финансового рынка нет», что небанковские финансовые институты, в отличие от банков, хуже регулируются и неизвестно чем занимаются. Пора там навести порядок.

В-третьих, нежелание выделять средства бюджета на укрепление ФСФР как самостоятельного ведомства. Проще отдать его Банку России, у которого «много своих денег». С первых дней создания финансового регулятора (ФКЦБ, ФСФР) обязанностей и прав у него становилось все больше и больше, а сил, чтобы их исполнить, все меньше и меньше. В 1990–2000-х годах центральный аппарат ФКЦБ/ФСФР рас-

полагался на нескольких пыльных этажах здания Госстандарта в Москве. На каждую штатную единицу ФСФР, кем бы она ни была – уборщицей или руководителем, приходилось по 3–4 финансовых института и несколько сотен эмитентов. Штат Банка России в 30–40 раз превосходил ФСФР, Минфина – в 10–15 раз. Заработная плата среднего чина в «верхах» ФСФР была в 2–3 раза ниже, чем в финансовом бизнесе. Ведомство было второразрядным. Ему выделялись средства по остаточному принципу. Не выполнялся базовый международный принцип IOSCO: функции и полномочия регулятора должны полностью покрываться выделенными ему ресурсами.

Можно лишь удивляться тому, что все дискуссии о мегарегуляторе 2012–2013 гг., на которые тратится столько времени и сил, вызваны такими простыми обстоятельствами. Или тому, что административные реформы, которые готовятся на развитых рынках годами, кропотливой работой независимых task forces и тяжелыми обсуждениями в финансовой индустрии, были проведены у нас без оглядки, железной рукой, в кратчайшее время, а все дискуссии свелись, по сути, к выпуску пара. Все случилось по принципу «будет так, как мы сказали».

Конечно же все будет «именно так», но жизнь все равно пойдет своим чередом, и важно глубже разобраться в логике и последствиях реформы регулирования и дать прогноз тому, что произойдет дальше.

**2. Является ли поглощение Банком России ФСФР отражением какой-то тенденции, многолетнего развития ситуации? Есть ли в нем какая-то объективная логика?**

Ответ – конечно, да! Год за годом, с середины 1990-х годов, вслед за тем, как не решалась задача создания в России крупного и устойчивого финансового рынка, содействующего частным инвестициям и росту, а экономика становилась все более огосударственной и собственности концентрированной, роль государственного регулятора финансового рынка все более умахалась и становилась все более технической (так же, как, впрочем, и Центрального банка). Сначала была Комиссия, прямо подчиненная президенту РФ, независимая от правительства – по аналогии с Комиссией по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities and Exchange Commission). Затем появилось некое «коллегиальное» ведомство, рулить которым были допущены Банк России, Минфин, участники рынка. С 2004 г. – «служба», но не служба, как ее понимали авторы административной реформы, а по сути – рядовое министерство. Наконец, с 2011 г. все творческое и законодательное (раз-

работка политик, установление норм и правил) было отдано в Минфин, а все техническое (лицензии, регистрации, надзор за всеми финансовыми институтами, кроме банков) – собрано в ФСФР. Получился технический мегарегулятор, а не экономическое ведомство, не игрок, занимающийся развитием финансового рынка и равноправный с Минфином, Банком России и Минэкономразвития. Наконец, завершающее действие 2013 г. – поглощение ФСФР Центральным банком, потеря статуса федерального ведомства.

Есть еще один аргумент в пользу необходимости Банка России в качестве мегарегулятора. Это – финансовые конгломераты, надзор за которыми должен быть в одних руках. Аргумент неубедительный, поскольку рядом с 40–50 конгломератами на российском рынке действует несколько тысяч небольших финансовых институтов (банков и не являющихся банками), контролирующими активы от 50–100 млн до 2–3 млрд долл. каждый. Надзор над финансовыми конгломератами в соответствии с международными рекомендациями может быть организован через коллегии регуляторов, поэтому для этого нет нужды создавать «супермегарегулятор».

**3. Каковы последствия реформы финансового регулирования? Для того чтобы ответить на этот вопрос, приведем краткий обзор модели и состояния российского финансового рынка, каким он сложился к 2013 г.**

Финансовая система России в 1990–2000-е годы продвинулась по «шкале зрелости», став типичным развивающимся рынком, находящимся на срединной позиции (по финансовой зрелости) по отношению к другим подобным рынкам (их 70–80). Модель рынка – континентальная с «вкраплениями» из англосаксонской модели. Российская биржевая инфраструктура – одна из крупнейших в мире. Сырьевые деньги обеспечили в 2000-х годах оздоровление государственных финансов. Технологии финансового рынка – на современном уровне, ничуть не хуже западных.

Дальше начинаются «но».

У нас – небольшая финансовая глубина. Монетизация («широкие деньги» / ВВП) – 52–55% ВВП (2013 г.). Наши финансы – «пассивный» объект, поведение которого определяется (с кратным усилением) воздействием глобальных факторов. Их здоровье, динамика, цены на финансовые активы глубинно зависят от нерезидентов, мировых цен на нефть, газ, металлы. В РФ создана одна из самых рискованных в мире спекулятивная модель финансового рынка. Участие рынка в финансировании

экономического роста невелико. Значимая часть финансовых активов и операций резидентов перемещена за рубеж. Двадцать лет (кроме 2006–2007 гг.) в России наблюдается чистый вывоз капитала. Уникальный уровень офшоризации. Зашкаливают системные риски рынка. Одна из самых высоких в мире волатильность. Огромный потенциал carry trade – классического механизма запуска финансовых кризисов. Капиталы и ресурсы финансовых институтов ограничены. Финансовый сектор сверхконцентрированный (5 банков – 50% банковских активов, 20 банков – 75%, т.е. 60–70% денежных ресурсов в Москве) и имеет упрощенную структуру (более 90% финансовых активов – коммерческие банки). В экономику встроена высокая немонетарная инфляция. Традиционно невыносимая для бизнеса цена денег. Растет многолетний разрыв между реальным и номинальным эффективными курсами рубля. Рубль переоценен.

Что еще? Финансовые институты вымирают. За 2012 г. на 100 «штук» стало меньше брокеров-дилеров, еще на 100 – страховых компаний. Минус 10% – это относится к числу НПФ. Стало меньше управляющих компаний ПИФ. Финансовая индустрия сокращается со скоростью 10–12% в год.

«Население» банков убывает «всего лишь» на 3–4% ежегодно. За три года мы потеряли более 100 банков. К концу 2012 г. их стало меньше 900.

Зато множатся микрофинансовые организации. В 2012 г. их число выросло до 2,4 тыс. – в 1,8 раза. Пока это зона ростовщичества, полной непрозрачности, кредитов до «получки» под 1000%.

Все это *вызовы*, требующие глубоких, содержательных изменений в финансовой политике и регулировании, относящихся не столько к ФСФР, но прежде всего к Минфину и Банку России как к ключевым игрокам.

Вместо этого мы получили очередную реорганизацию, убиение (а не усиление) одного из финансовых регуляторов.

Но, может быть, реформа системы регулирования к лучшему? Может быть, ответ на вызовы финансового развития не является формальным и действительно ресурсы и профессионализм Банка России, перенесенные в сферу ответственности ФСФР, приведут к «свежему дыханию» на финансовых рынках?

#### 4. *Последствия реформы лучше рассмотреть в сценариях.*

*Сценарий первый, худший, вероятность 10–15%. Умаление финансового регулятора или даже его будущее исчезновение в «недрах»*

Банка России по мере сужения рыночных свойств российской экономики, усиления в ней административных, командных начал. В российской истории есть аналог – умирание финансового рынка и системы его регулирования в конце 1920-х годов. Этот сценарий может быть реализован, если российскому обществу в будущем придется перенести острые ценовые (сырье), финансовые или иные шоки, выплескивающиеся в социальную и политическую сферы.

*Сценарий второй, альтернативный, лучший, вероятность 10–15%. Превращение регулирования финансового рынка из технического, юридического (эти начала преобладали в ФКЦБ/ФСФР с 1990-х годов) в преимущественно экономический, нацеленный на развитие финансового рынка, преодоление его деформаций и рисков.*

В пользу того, что этот сценарий имеет право на существование, говорит Закон о мега-регуляторе (июль 2013 г.) – у Центрального банка появилась новая функция. Согласно этому закону, он «проводит политику развития и обеспечения стабильности функционирования российского финансового рынка». В функциях ФСФР это не обозначалось.

Вместе с тем шансы этого сценария невелики. Его реализации противоречат:

- а) модель российской экономики и ее финансового сектора (огосударствление, сверхконцентрация собственности, суперконтинентальная модель финансов, далеко превосходящая по «континентальности» европейскую (банки, кредиты и долги);
- б) ограниченный потенциал Банка России как ведомства, способного проводить эффективную финансовую политику, не основанную на мифах и предубеждениях (пока многолетний опыт подтверждает это);
- в) природа Центрального банка (модель регулирования коммерческих банков иная, чем небанковских финансовых институтов, во многом различны и их риски);
- г) нарушение управленческих принципов, сверхцентрализация власти и полномочий у Банка России, не адекватная размерам и сложности объекта управления (финансовый рынок, эмитенты и акционерная собственность, защита инвесторов) и как следствие ограниченная операционная способность ЦБР.

*Сценарий третий, технический, вероятность 15–20%. Он заключается в отсутствии изменений по существу. ФСФР консервируется*

как «служба» Банка России по финансовым рынкам, ее аппарат разрастается и начинает лучше кормиться на хлебах ЦБР, но продолжает сохранять характер, по сути, технического ведомства (регистрация, лицензирование, аттестация и т.п.). Вводится облегченный, технический, вариант пруденциального надзора (его раньше, по существу, не было). Ускоряется рост регулятивных издержек, число нормативных актов, проверок, отчетности растет по экспоненте. Развитие финансового рынка тормозится за счет быстрого роста числа ограничений (аналог – Казахстан), но модель регулирования, существовавшая в 1990–2000-х годах, в целом сохраняется.

*Сценарий четвертый, вероятность 50–65%.* Включает – как элемент – третий сценарий, но при этом еще содержит качественные изменения: меняется модель регулирования небанковских финансовых институтов. Банк России пытается накрыть небанковские институты той же сверхжесткой системой надзора за рисками, которая принята у банков. Для банков она естественная. Банки – основа платежной системы страны, держатели счетов и депозитов населения. Если что-то происходит с крупным банком, резко повышается системный риск финансового кризиса. За то, что банки умеряют свой аппетит к рискам и доходности, им открыт доступ к дешевым кредитам Банка России.

Но у брокеров-дилеров и инвестиционных фондов, и даже страховых компаний такого доступа нет. У них нет дешевых денег. От них в 99% случаев не зависит устойчивость платежной системы. Поэтому они берут на себя риски выше, чем банки, идут в акции, деривативы. Большая часть их ресурсов попадает в те отрасли экономики, где риски также выше. В высокотехнологичные отрасли, в «газели» (компании с ростом в 10–20% в год), малыми деньгами – в венчур. Они – природные инвесторы в модернизацию. Их нельзя перегружать надзором. Они должны бежать налегке, легко принимая вызовы. Иначе не смогут решить свою задачу – финансировать инновации. А если кто-то из них по дороге падет, то рынки не заметят «потери бойца» и двинутся дальше.

Все это далеко от природы Центрального банка, от его страсти к финансовой стабильности, укрупнению финансовых институтов, от стремления установить как можно более жесткий надзор.

Еще один риск – ускоренный перенос на слабый финансовый сектор в России форматов регулирования G20 в тех же темпах, в каких это происходит на развитых рынках, чтобы их догнать, а может быть, и перегнать.

Можно ожидать и других драматических изменений. Так, Банк России получил право устанавливать стандарты бухгалтерского учета для небанковских финансовых институтов. Эта функция теперь отнята у Минфина. Ее никогда не было у ФСФР/ФКЦБ. Но банковский учет – другой, «обратный», у ЦБР нет и никогда не было методологов в области «обычного» бухгалтерского учета, на основе которого строятся сейчас операции небанковских финансовых институтов. Значит, есть риски перевода всей учетной системы финансового рынка на «банковский учет».

Каковы экономические последствия реализации рисков этого сценария?

Взрывной рост издержек в небанковском финансовом секторе, не перекрываемый доходами. Ускорение вымирания небанковских финансовых институтов (они и так еле дышат) или уход их в тень, резкое сужение внутреннего финансового рынка (традиционно небанковские брокеры-дилеры держат две трети рынка акций, банки – две трети рынка корпоративных облигаций).

##### 5. Что может произойти через несколько лет – каков прогноз?

По всем законам системного анализа модель мегарегулятора с предельной концентрацией управления в одних руках возможна только на малых финансовых рынках. Даже если долго и нудно заниматься тем, что называется распределение полномочий и децентрализация.

Россия сегодня – уже большой рынок, хотя он уже и дошел до того, что по недавнему закону брокеры-дилеры должны согласовывать с регулятором назначение руководителей структурных подразделений. Как в 1930-е годы – начальников цехов в Москве.

Поэтому либо мегарегулятор сделает российский финансовый рынок из большого малым, «придушит» его и основная часть торговой активности окончательно переместится в Лондон, Франкфурт, Нью-Йорк, Гонконг или куда угодно, либо через пару-тройку лет грянет очередная реформа. И тогда уже будет делиться Банк России, и уже от него будут отрезать куски или в качестве twin picks, или – по тысяче других признаков – в полном соответствии с новейшими веяниями в любой стране света.

*Базовый прогноз* – новое выделение мегарегулятора из Банка России через несколько лет. Если окажется, что ЦБР как материнская компания «выкормил» сильное ведомство и отдал его рынку, честь ему и хвала. Больше шансов, что все произойдет, как всегда.

Циклические, бюрократические – по сути бессмысленные и конфликтные по содержанию – слияния–разделения ведомств – всем этим полна история российской экономики, как советской, так и переходной.

**6. Подтверждает ли что-то опыт негативный сценарий экономических последствий от создания мегарегулятора на базе центрального банка в тех условиях, которые существуют в России?**

Ближе всего – Казахстан с его пока провалившимся проектом международного финансового центра и центральным банком в качестве мегарегулятора. «Позитивный» опыт Казахстана широко признается в России. На примере Казахстана хорошо видны последствия от скольжения к «меньшей рыночности», перерегулирования и передачи функций мегарегулятора центральному банку (с апреля 2011 г.).

О чем идет речь? Вымирание финансовых институтов, ликвидация НПФ как класса (создание Единого пенсионного фонда в государственной собственности), избыточное регулирование под лозунгами внедрения меж-

дународных стандартов, уничтожение отрасли частных регистраторов ценных бумаг (создание единого государственного регистратора, учредителем которого является Центральный банк). Число брокеров-дилеров сократилось в октябре 2008 г. – июле 2013 г. на 46%, управляющих инвестиционным портфелем – на 56%, ПИФ – на 52%<sup>1</sup>. Угнетено саморегулирование (в банковском деле концепция СРО применяетсякратно меньше, чем на фондовом рынке).

В России объем биржевых торгов акциями в 1,6 тыс. раз больше, чем в Казахстане (2011), капитализация рынка акций выше в 20 раз (июль 2013 г.). В Казахстане 25 небанковских брокеров, в России – их более 500 (июль 2013 г.). Еще в 2007 г. эта разница была заметно меньше. В 2007-м – августе 2013 г. объем торгов казахстанскими акциями снизился в 8–10 раз, капитализация – в 3 раза. Это не объяснишь только кризисом 2008–2009 гг. и проблемами еврозоны. Сжатие казахстанского рынка произошло в на порядок больших масштабах, чем в России, и в этой части может быть вызвано институциональными факторами.

*Поступила в редакцию 16 августа 2013 года*

## А.Л. Ведев

Центр структурных исследований Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара, Москва

Журнал НЭА,  
№3 (19), 2013,  
с. 139–143

## Создание мегарегулятора в России – институциональная проблема и интеллектуальный вызов<sup>2</sup>

Глобальный финансовый кризис, начавшийся осенью 2007 г., был неожиданным для всех денежных властей. Естественной их реакцией выступило стремление кардинально пересмотреть отношение к регулированию финансового сектора, отношение к системным рискам, в том числе и к обеспечению их постоянного мониторинга.

Первоначально правительство РФ недооценивало угрозы финансовой стабильности со стороны глобального кризиса и вплоть до середины 2008 г. рассматривало национальную экономику как «тихую гавань». Тем не менее падение ВВП в 2009 г. было наибольшим среди стран G20, а на поддержку российской банковской системы было потрачено 11% ВВП. Дополнительно необходимо отметить, что в период посткризисного роста в российском

банковском секторе регулярно возникали проблемы, связанные с ликвидностью.

В 2012 г. прошли энергичные дискуссии о возможности введения мегарегулятора, а в 2013 г. было законодательно принято решение о его создании на базе ЦБ РФ путем включения в его структуру Федеральной службы по финансовым рынкам. Тем не менее представляется, что перед мегарегулятором стоят две группы задач, которые условно можно разделить на *институциональные и интеллектуальные*.

С институциональной точки зрения можно выделить следующие проблемные точки – целесообразно ли вообще создание мегарегулятора, и если да, то надо ли его создавать на базе Центрального банка.

Дискуссия о целесообразности создания мегарегулятора фактически началась

<sup>1</sup> Обзоры текущего состояния рынка Комитета по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан ([www.afn.kz](http://www.afn.kz)).

<sup>2</sup> Автор благодарит С. Моисеева (Центральный банк РФ) за помощь в подготовке материала.