

*А. Абрамов, А. Радыгин, М. Чернова<sup>1</sup>*

## **Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность**

Накопленный опыт развития финансовых рынков свидетельствует о значимости взаимосвязей между типом выбранной модели регулирования и исторически достигнутой «глубиной финансовой структуры», а также национальной институциональной спецификой. Эффективная модель регулирования, учитывающая эти особенности, выступает неотъемлемым условием обеспечения экономического роста. Авторы анализируют закономерности развития систем регулирования и надзора на финансовых рынках на основе выборки из 50 стран, делая акцент на тенденциях консолидации регулирования и надзора. Проведенные расчеты показывают, что формируемая в России модель жесткой интегрированной системы пруденциального надзора и регулирования на базе Банка России не в полной мере учитывает уровень развития институциональных инвесторов, создает риски избыточного административного давления на небанковские финансовые организации и ослабления конкурентной среды. Решение данных проблем требует активных усилий со стороны государственных ведомств и участников финансового рынка.

*Ключевые слова: Регулирование, пруденциальный надзор, Twin Peaks, финансовый рынок, экономический рост, институциональные инвесторы*

*JEL: G18, G23, G28, K22, O43*

---

<sup>1</sup> *Абрамов Александр Евгеньевич* (ae\_abramov@mail.ru), к. э. н., ведущий научный сотрудник Института прикладных экономических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС) (Москва); *Радыгин Александр Дмитриевич* (arad@rane.ru), д. э. н., профессор, декан экономического факультета РАНХиГС, член совета директоров Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва); *Чернова Мария Игоревна*. (marychernova@gmail.com), научный сотрудник Института прикладных экономических исследований РАНХиГС.

## Институциональные проблемы финансового рынка

Корреляцию между экономическим ростом и развитием финансовых рынков исследователи длительных тенденций хозяйственной эволюции отмечали уже в 1930–1960-е годы<sup>2</sup>. В 1980–1990-е годы расширилось использование теоретических моделей, которые наряду с эндогенным развитием финансовых рынков предусматривали эндогенные процессы экономического роста<sup>3</sup>.

В 2000-е годы большинство исследователей пришли к выводу, что процессы «углубления финансовой структуры» связаны с повышением эффективности хозяйственных процессов и ускорением экономического роста. Как отмечают Т. Бек и Р. Ливайн, «хотя остаются расхождения во мнениях, накопленный опыт чаще всего свидетельствует о наличии тесной связи между развитием финансовой системы и экономическим ростом» (Beck, Levine, 2004. P. 2). Авторы одной из наиболее фундаментальных работ, опирающейся на сотни межстрановых сопоставлений, в итоге приходят к следующему заключению: обеспечивая снижение издержек, связанных со сбором и обработкой информации, а также других транзакционных издержек, развитие финансовой системы вширь и вглубь инициирует дополнительный приток капитала и тем самым может благоприятно воздействовать на общие процессы хозяйственного развития (Demirgüç-Kunt, Levine, 2001. Ch. 4–5).

Финансовые рынки не только соединяют спрос на капитал с его предложением, но и позволяют включить в процесс накопления мелкие

---

<sup>2</sup> Например, см.: Clark, 1937; Kuznets, 1938; Goldsmith, 1969; Gerschenkron, 1962.

<sup>3</sup> Например, см.: Pagano, 1993; Roubini, Sala-i-Martin, 1992; King, Levine, 1993; Bencivenga, Smith, 1991; Greenwood, Smith, 1997; Sirri, Tufano, 1995 и др.

сбережения, оказывая непосредственное влияние на норму сбережения. От развитости финансовых рынков зависят выбор технологии, объем затрат труда и материальных ресурсов на осуществление посреднических операций, интенсивность исследований и конструкторских разработок, масштабы инновационной активности предпринимателей. Все это, безусловно, отражается на темпах экономического роста. Дополнительные возможности выбора между инвестиционными проектами, с одной стороны, и жесткий и эффективный контроль, обеспечиваемый финансовыми рынками, – с другой, определяют более эффективное использование имеющихся ресурсов и способствуют формированию условий для ускоренного повышения совокупной факторной производительности.

Анализ связей «углубления» финансовой системы и функционирования конкурентных рыночных механизмов свидетельствует о наличии устойчивой положительной корреляции между развитием финансовой системы и открытостью товарных рынков соответствующих стран. Тем самым лучше видна роль финансовой системы в преодолении интересов отдельных монополистических группировок и расширении сферы действия конкурентных рыночных сил. Очевидно значение финансовых институтов (посредников) в обеспечении мониторинга и преодолении асимметричности информации<sup>4</sup>.

Отдельного внимания заслуживает междисциплинарный анализ проблем, связанных с межстрановыми различиями рисков финансового рынка и соответствующих взаимосвязей с экономическим ростом. После публикации в конце 1990-х – начале 2000-х годов цикла работ А. Шляйфера, Р. Ла Порта, Ф. Лопеса-де-Силанеса, Р. Вишны и С. Джанкова появились новые исследования, посвященные изучению взаимосвязей моделей финансирования фирм и уровня защиты инвесторов (McLean et al., 2012), а также различных типов волатильности национальных фондовых рынков в зависимости от уровня

---

<sup>4</sup> Подробнее см., например: Радыгин, Энтов, 2005; Энтов, 2013.

защиты инвесторов, развитости рынка ценных бумаг, новых патентов и инвестиций фирм в НИОКР (Bartram et al., 2012).

Отметим так называемую специфику «начальных стадий развития». В 2000-е годы в общем хоре одобрительных высказываний по поводу роли финансовых рынков стали отчетливо звучать скептические соображения авторов, изучавших экономику развивающихся государств и стран с переходной экономикой. Дело в том, что теоретические схемы, в которых финансовые рынки способствовали переходу к более эффективной аллокации ресурсов, не всегда согласовывались с многочисленными фактами вывода средств за пределы корпорации, экспроприации мелких акционеров и вкладчиков, «клептократического поведения» высших руководителей компаний и чиновников, коррупции. По мнению ряда авторов, если финансовые системы просто привлекают ресурсы и передают их связанным материально и политически лицам, то это создает препятствия для экономического роста и реализации предпринимательских инициатив (Levine et al., 2012. P. 2). Иными словами, влияние институтов и механизмов финансовой системы на экономический рост не всегда позитивно.

По имеющимся оценкам, в современных развитых экономиках доля финансового сектора в ВВП в целом достигает около 7–8%, приближаясь к доле обрабатывающей промышленности. Вместе с тем статистические данные, характеризующие, например, рост банковских кредитов или дополнительную эмиссию ценных бумаг, могут иметь различное содержание в зависимости от отлаженности системы защиты акционеров-аутсайдеров и кредиторов, действенности механизмов инфорсmenta прав собственности и контрактных прав, прозрачности отчетности корпораций, воздействия сил конкуренции на участников рынка. Более того, статистических данных о масштабах ссуд или эмиссий самих по себе, по-видимому, недостаточно для характеристики реальной глубины развития финансовых рынков. Так, можно утверждать, что с темпами экономического роста положительно коррелирует ликвидность рынка

ценных бумаг, а не размер рыночной капитализации. Между тем фондовые рынки в странах с переходной экономикой, особенно в России, отличаются существенно более низким уровнем ликвидности, чем в развитых странах.

Начальный этап формирования финансовых рынков и институтов в России и во многих других постсоциалистических странах протекал на фоне длительного падения хозяйственной активности. Отказ от прежних (в основном административных) методов поддержания дисциплины не сопровождался – по крайней мере, на первых порах – ни укреплением судебно-правовых процедур, ни соответствующим ужесточением рыночной дисциплины. Не вызывает сомнений, что на протяжении последних 20 лет кредитная система в России, а также в ряде других постсоциалистических стран прошла большой путь от монобанковской к многоярусной структуре, одновременно радикально изменив свою технологическую составляющую и стратегии банковского мониторинга и контроля. Тем не менее проблема использования многих банковских структур прежде всего в качестве инструмента перераспределения денежных (и реальных) ресурсов, наглядно проявившаяся в кризисы 1998 и 2008 гг.<sup>5</sup>, не потеряла своей актуальности и сегодня.

В значительной степени для российского финансового рынка и в настоящее время актуальна модель «капитализации хронических диспропорций» (Абрамов, Радыгин, 2007; Радыгин, Энтов, 2012). Основное противоречие состоит в том, что рынок (естественно, в периоды общемирового инвестиционного бума) высоко оценивает перспективы российской экономики, а «институциональная экспертиза» дает стране негативные оценки. При всей парадоксальности ситуации линия на переход к государственно-капиталистической модели экономики в 2000-е годы способствовала росту рынка и привлечению инвестиций. Существенной составляющей инвестиционного бума стала репатриация капиталов, обусловленная неразвитостью институциональной среды, высокими рисками и слабой защитой

---

<sup>5</sup> См.: ИЭПП, 2000; Гайдар, 2009.

прав собственности, что не позволяет эффективно перераспределять средства внутри страны. Вложение средств в госкомпании становится для инвесторов источником практически гарантированной доходности, поскольку государство демонстрирует решимость оказывать этим компаниям поддержку как финансовую и политическую, так и в сфере госрегулирования (что наглядно продемонстрировал кризис 2008 г.).

Очевидно, что такая модель роста рынка в большой степени носит спекулятивный характер, поскольку она не связана с вложением значительного капитала в производство и возможна лишь в условиях притока средств на развивающиеся рынки, а также увеличения выручки компаний за счет повышения цен на их продукцию и перераспределения активов в их пользу. Кроме того, спекулятивный рост рынка скрывает реальные проблемы и диспропорции экономики, усугубляемые ухудшением (по мере экспансии государства в хозяйственную сферу) институциональной среды.

Не решены многие институциональные проблемы российского фондового рынка. Основа роста финансового рынка, его масштабов, долговых обязательств и ликвидности весьма зыбкая. Увеличение капитализации крупнейших государственных корпораций не сопровождается повышением эффективности используемых мощностей и ресурсов, поскольку происходит за счет приобретения новых активов. Крупные корпорации становятся элементами государственной политики, а их решения – все менее прогнозируемыми в условиях двойных стандартов в отношении различных групп экономических агентов и глубокого внутреннего конфликта интересов государства одновременно как законодателя, регулятора и экономического агента. Практически отсутствует система независимого контроля со стороны инвесторов и гражданского общества за эффективностью финансовой сферы. Все это увеличивает риски возникновения в ней системных кризисов.

Проблема конфликта интересов присутствует и на финансовом рынке. В 2010–2012 гг. в сфере его регулирования были приняты важнейшие решения,

направленные на повышение требований к профессиональным участникам рынка и размеру их собственного капитала, на противодействие манипулированию ценами финансовых активов, консолидацию фондовой инфраструктуры, введение пруденциального надзора. Усилилась роль государства на фондовом рынке, его прямое вмешательство в бизнес профучастников. В 2013 г. завершилась длительная межведомственная борьба за контроль над данной сферой: с 1 сентября 2013 г. вступил в силу Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков», согласно которому Банку России переданы полномочия ФСФР России в сфере финансовых рынков.

Чтобы механизмы финансового рынка могли оказывать дисциплинирующее воздействие на поведение участников хозяйственного процесса, требуются не только макроэкономические, но и соответствующие микроэкономические условия: «культура контракта»; инфорсмент прав собственности и контрактных прав; формирование финансовых институтов, преследующих долгосрочные цели; обеспечение прозрачности отношений собственности и хозяйственных сделок. Без соблюдения указанных требований условия, благоприятствующие (в краткосрочном плане) экономическому росту, могут быть созданы за счет не усиления позиций финансовых посредников, а, например, их постепенного разрушения, не укрепления финансовой дисциплины, а фактического освобождения части предпринимателей от задолженности банкам.

К числу важнейших составных элементов инфраструктуры регулирования и мониторинга современных финансовых рынков традиционно относятся:

- судебные инстанции, обеспечивающие инфорсмент прав собственности, контрактных прав и обязанностей;
- органы банковского надзора и комиссии по рынку ценных бумаг;

- система независимого и эффективного аудиторского контроля;
- частные аналитические фирмы, например, компании, составляющие рейтинги различных корпораций и финансовых посредников;
- самодеятельные профессиональные организации, устанавливающие стандарты и нормы поведения в соответствующей сфере деятельности.

Накопленный опыт развития финансовых рынков и особенности становления рыночного хозяйства в ряде стран с развитой, развивающейся и переходной экономикой позволяют предположить, что национальная модель регулирования финансовых рынков начинает соответствовать задачам экономического роста, когда формирование этих механизмов миновало некую критическую точку и в экономике более или менее прочно утвердились те или иные (новые) институциональные «правила игры». Не менее важна согласованность между типом выбранной модели регулирования и исторически достигнутой «глубиной финансовой структуры». В первую очередь это касается ключевого вопроса системы регулирования национального финансового рынка – выбора моно- или мультисекторной модели надзорно-регулирующего органа.

### **Современные тенденции в сфере регулирования и надзора**

Финансовое регулирование включает пруденциальный надзор (prudential supervision) и надзор за предпринимательской деятельностью (business conduct supervision). Пруденциальный надзор призван обеспечить надежность и устойчивость финансовых институтов, уменьшить системные риски. Кроме того, по мнению экспертов Всемирного банка (Global Financial Development Report, 2013, P.47) он направлен на преодоление асимметрии информации. Надзор за предпринимательской активностью, или регулирование, поддерживает функционирование конкурентных рынков и защищает права потребителей финансовых услуг.

Финансовое регулирование должно устанавливать баланс между разными задачами, которые решают пруденциальный надзор и регулирование. Чрезмерное усиление пруденциального надзора может подорвать конкуренцию; наоборот, дерегулирование нередко ослабляет устойчивость финансовых организаций. По оценкам ряда авторов, из-за чрезмерного повышения пруденциальных требований к институциональным инвесторам они начинают все больше ориентироваться на краткосрочные (short-termist) интересы (Croce et al., 2011. P. 146). Это проявляется в сокращении сроков владения финансовыми активами и повышении оборачиваемости инвестиционных портфелей, уменьшении вложений в менее ликвидные и более рискованные активы, например, в инфраструктуру и венчурные проекты, в склонности портфельных управляющих к «стадному поведению». В подготовленной экспертами ЕС в рамках реализации Стратегии развития Европы до 2020 г. Зеленой книге о долгосрочных источниках финансирования европейской экономики поставлен вопрос о необходимости проводить мониторинг пруденциальных реформ, чтобы минимизировать негативные последствия для долгосрочных инвестиций (European Commission, 2013. P. 9). В частности, системы регулирования и надзора должны поддерживать конкуренцию между банками и институциональными инвесторами.

Очевидно, что оптимальной модели организации регулирования и надзора не существует. По уровню интеграции Всемирный банк разделяет системы пруденциального надзора на шесть категорий, а регулирования – на пять (табл. 1). По мере возрастания степени интеграции надзора и регулирования порядковый номер соответствующих моделей повышается.

Таблица 1

**Классификация стран по степени интеграции регулирования и надзора**

Модель пруденциального надзора	Порядковый номер	Модель регулирования	Порядковый номер
--------------------------------	------------------	----------------------	------------------

Секторальный надзор: надзор за банками и небанками находится вне ЦБ	1	Отсутствие регулирования в области банковской деятельности <sup>а</sup>	1
Секторальный надзор: в ЦБ – только надзор за банками; остальной надзор – вне ЦБ	2	Регулирование осуществляет не орган пруденциального надзора <sup>б</sup>	2
Частично интегрированный надзор вне ЦБ	3	Секторальное регулирование <sup>в</sup>	3
Частично интегрированный надзор в ЦБ	4	Регулятор – орган, осуществляющий интегрированный надзор	4
FSA – интегрированный пруденциальный надзор вне ЦБ	5	Twin Peaks (двойные вершины) – интегрированное регулирование в специализированном органе, не являющемся органом надзора	5
Интегрированный пруденциальный надзор осуществляет ЦБ	6		

*Примечания.* Данная классификация не включает регулирование и надзор над пенсионными фондами и планами. <sup>а</sup> Предполагается, что отсутствует орган, уполномоченный осуществлять регулирование, включая обеспечение конкуренции и защиту прав потребителей, прежде всего в банковском секторе. При этом определенными регулируемыми функциями могут быть наделены ведомства в сфере фондовых рынков и страховой деятельности. <sup>б</sup> Фрагментарное регулирование рынка, когда в стране создана организация, наделенная функциями защиты прав потребителей финансовых услуг, включая клиентов банков. <sup>в</sup> Для разных видов финансовой деятельности назначен «свой» орган пруденциального надзора, который одновременно уполномочен осуществлять регулирование.

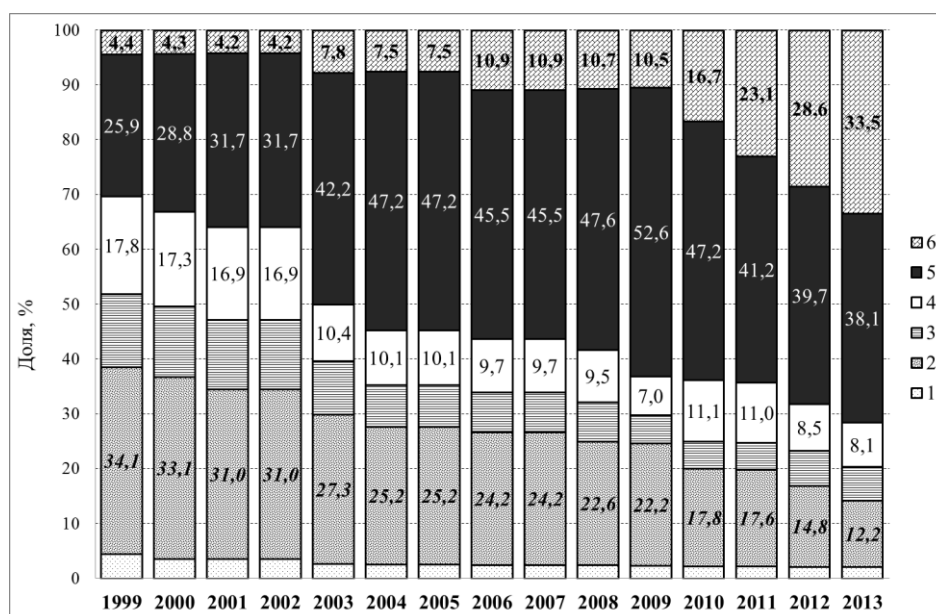
*Источник:* World Bank, 2013.

Мы использовали данную классификацию для выборки из 50 стран за 1999–2013 гг.<sup>6</sup> До кризиса 2008 г. наблюдалась тенденция к росту числа стран, использующих более интегрированные модели пруденциального надзора (рис.

<sup>6</sup> Эта выборка составлена по данным Всемирного банка за 1999–2010 гг. (<http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>) и собственных данных за 2011–2013 гг. на основе анализа информации о регулирующих органах 50 стран.

1). Доля стран с полностью интегрированным надзором в центральном банке (группа 6) выросла с 4,4% в 1999 г. до 10,7% в 2008 г., вне ЦБ (группа 5) – с 25,9 до 47,6%. После кризиса доля стран шестой группы продолжала расти, достигнув 33,5% в 2013 г., а стран пятой группы уменьшилась до 38,1%. Следовательно, кризис не вызвал разочарования в самой идее интегрированного пруденциального надзора, однако во многих странах возобладало мнение, что центральные банки лучше подготовлены к его осуществлению, чем другие органы.

**Структура стран с разными моделями пруденциального надзора в 1999–2013 гг. (в %)**



*Примечание.* Обозначения в легенде показывают модели пруденциального надзора согласно их нумерации в таблице 1. С возрастанием порядкового номера повышается степень интеграции пруденциального надзора.

*Источник:* рассчитано по данным авторов.

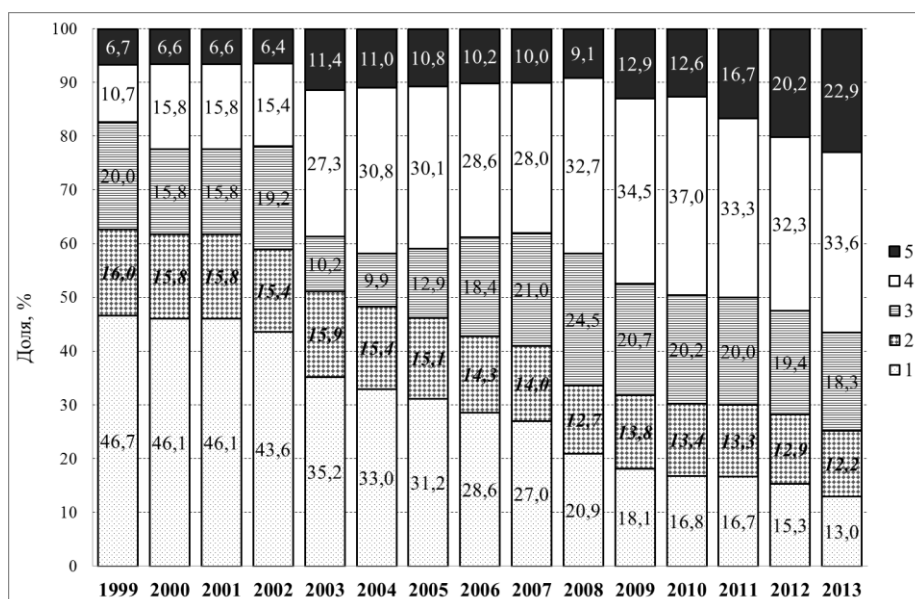
*Рис. 1*

Как показано на рисунке 2, до кризиса наиболее высокими темпами росла доля стран, в которых регулятором выступало ведомство, осуществляющее интегрированный пруденциальный надзор (группа 4). Она увеличилась с 10,7%

в 1999 г. до 32,7% в 2008 г. Страны, где регулирование и надзор сосредоточены в одном ведомстве, составили самую массовую группу в выборке из 50 стран. За тот же период доля стран, применяющих подход Twin Peaks (группа 5), росла умеренными темпами – с 6,7% в 1999 г. до 9,1% в 2008 г. В 2008 г. его применяли лишь Австралия и Нидерланды.

После кризиса 2008 г. в регулировании произошли существенные изменения. Доля стран, использующих подход Twin Peaks, к 2013 г. выросла до 22,9%. Рост доли стран четвертой группы резко замедлился, в 2013 г. она составила 33,6%. Параллельно с возложением интегрированного пруденциального надзора на центральные банки страны стали активно переходить к Twin Peaks, передавая функцию регулирования независимым от ЦБ ведомствам. Цель заключалась в том, чтобы создание интегрированного надзора не препятствовало конкуренции, развитию всех финансовых организаций и комплексной защите прав потребителей финансовых услуг. К 2013 г. полностью или частично завершили переход к Twin Peaks Финляндия, Бельгия, Новая Зеландия и Великобритания. В США, ЮАР, Мексике и др. переход к Twin Peaks до сих пор обсуждается.

**Структура стран с разными моделями регулирования в 1999–2013 гг. (в %)**



Примечание. См. рис. 1.

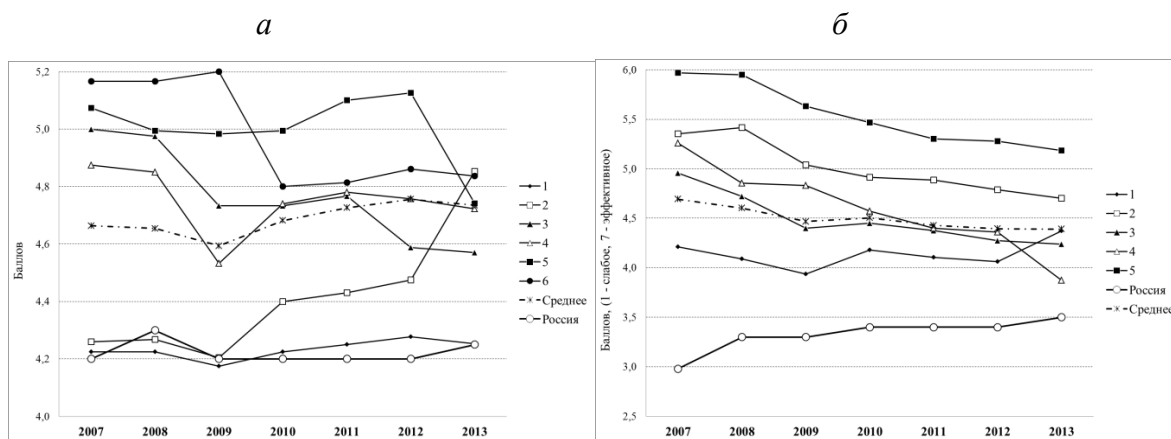
Источник: рассчитано по данным авторов.

Рис. 2

Хотя страны с более интегрированными моделями надзора и отчасти регулирования нередко занимают более высокие места в рейтингах конкурентоспособности и эффективности государственного управления, страны с наименее консолидированным надзором и регулированием в последние годы также демонстрируют позитивную динамику по указанным критериям. По итогам 2013 г. лучший средний результат в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (ВЭФ) имели страны с секторальной моделью надзора (группа 2), из которой Россия вышла (рис. 3а). В сфере регулирования (рис. 3б) страны из второй группы лишь немного уступили странам с Twin Peaks. При этом средние показатели оценки конкурентоспособности стран четвертой группы, в которую вошла Россия в 2013 г., были существенно хуже средних результатов стран с наименее интегрированным регулированием, то есть группы стран, из которой Россия выбыла в прошлом году.

### Итоговая оценка по рейтингу глобальной конкурентоспособности ВЭФ

(а – модели пруденциального надзора; б – модели регулирования)



Источник: построено по данным авторов.

Рис. 3

М. Мелецки и А. Подпиера исследовали взаимосвязь моделей пруденциального надзора и регулирования в 98 странах в 1999–2010 гг. с различными показателями, характеризующими уровень развития их экономики, политической и финансовой систем (Melecky, Podpiera, 2013). Они пытались объяснить выбор моделей пруденциального надзора и регулирования в зависимости от выделенных индикаторов, используя 19 показателей для систем надзора и 21 – для моделей регулирования. В результате авторы пришли к следующим выводам:

- страны, находящиеся на более высокой стадии экономического развития, более склонны к интеграции систем пруденциального надзора;

- повышение эффективности исполнительной власти и качества регулирования, как правило, ведет к созданию более интегрированной модели пруденциального надзора;

- чем выше уровень независимости центральных банков, выполняющих функцию пруденциального надзора над кредитными организациями, тем ниже уровень интеграции надзорных функций за небанковскими финансовыми организациями (однако это не обязательно ведет к более низкой интеграции в области регулирования);

- чем меньше размер экономики, тем больше страны склонны к интеграции пруденциального надзора, однако на фоне более высокого уровня открытости экономик малых стран в них часто наблюдается относительно слабая интеграция в области регулирования;

- чем выше уровень развития небанковского финансового сектора, включая рынки капиталов и страховые организации, тем менее интегрирован в данных странах пруденциальный надзор; подход к регулированию в этом случае не становится менее интегрированным;

- повышение уровня концентрации банковской системы ведет к росту силы банковского лобби, что препятствует созданию эффективной системы регулирования финансового рынка;

– страны с банковской системой, слабо защищенной от риска ликвидности и характеризующейся высокой долей фондирования за счет внешних источников, обычно имеют более интегрированную систему пруденциального надзора.

На основе анализа систем надзора в 102 странах в 2008–2009 гг. был сделан вывод, что унификация и централизация системы надзора негативно сказываются на экономике (Masciandaro, Quintyn, 2011. P. 5). Как считают авторы, осуществление макро- и микропруденциального надзора двумя независимыми ведомствами будет способствовать его большей прозрачности и сбалансированности. На выборке 140 стран в 1998–2006 гг. было показано, что в результате создания независимого пруденциального надзора вне центрального банка снижается доля необслуживаемых кредитов по отношению к ВВП, и такие страны менее склонны к системным рискам (Eichengreen, Dincer, 2011. P. 3).

### **Количественный анализ систем регулирования и надзора**

В настоящем исследовании использована выборка из 50 стран. Его цель – выявить воздействие 18 макроэкономических и финансовых показателей на выбор страной той или иной модели интеграции пруденциального надзора и регулирования. Рассматриваемый временной период составил 15 лет – с 1999 по 2013 г. В качестве зависимой (объясняемой) переменной использованы классификации стран по степени интеграции надзора и регулирования (см. табл. 1). При проведении эконометрических расчетов выбрана модель, основанная на упорядоченном выборе (ordered probit model).

Для выявления влияния выбранных факторов на вероятность выбора степени интеграции *надзора* была построена и оценена порядковая пробит-модель пула (табл. 2). Она не учитывала данные по России, чтобы после получения универсальной оцененной формулы можно было проанализировать

соответствие российской модели каждой группе. Все факторы вошли в модель с лагом один год для исключения возможной эндогенности.

Таблица 2

**Оценка факторов, влияющих на степень интеграции надзора**

Объясняемая переменная: классификация стран по модели надзора			
Объясняющие переменные с лагом 1 (обозначение L1)	Оценка коэффициенто в	Стандартна я ошибка	Вероятность незначимост и оценки
L1. Численность населения, доля в населении 50 стран (%)	-0,0368	0,0265	0,1650
L1. Доход на душу населения в постоянных долларах 2005 г.	0,0140***	0,0031	0
L1. Экспорт товаров и услуг (% от ВВП)	0,0230***	0,0025	0
L1. Индекс эффективности государства	-0,1800	0,2303	0,4340
L1. Количество зарегистрированных компаний в листинге на 10 000 человек	-0,5637**	0,2730	0,0390
L1. Концентрация активов 5 крупнейших банков (%)	-0,0043	0,0053	0,4160
L1. Банковские депозиты (% от ВВП)	0,0042	0,0027	0,1240
L1. Депонированные денежные средства в банках (% от ВВП)	-0,0013	0,0023	0,5550
L1. Z-оценка (Z-score)	-0,0093	0,0081	0,2480
L1. Активы пенсионных фондов (% от ВВП)	0,0082***	0,0024	0,0010
L1. Активы взаимных фондов (% от ВВП)	-0,0034***	0,0012	0,0040
L1. Премии страхования жизни (% от ВВП)	-0,0469	0,0408	0,2500
L1. Стоимость внутренних частных долговых ценных бумаг в обращении (% от ВВП)	-0,0028	0,0032	0,3910
L1. Достаточность капитала депозитных учреждений (%)	-0,0108	0,0226	0,6320
L1. Капитализация рынка ценных бумаг (% от ВВП)	-0,0079***	0,0017	0
L1. Общий объем торгуемых ценных бумаг (% к ВВП)	-0,0027***	0,0011	0,0140
L1. Индекс качества регулирования	0,7843***	0,21278	0
L1. Норма сбережения (%)	0,0016	0,0123	0,9250
*** – Значимость на уровне 1%; ** – значимость на уровне 5%; * – значимость на уровне 10%.			

Коэффициент при численности населения отрицательный в каждой оцененной спецификации. Меньшая по численности населения экономика, скорее всего, имеет меньший финансовый рынок, и для нее доступнее более тесная интеграция. Размер финансовых секторов с большей вероятностью

небольшой, поэтому интеграция надзора в одном органе позволит получить экономию на расходах на содержание персонала и нескольких отдельных органов надзора.

Большая развитость и открытость страны способствуют более полной мобилизации ресурсов, необходимых для интеграции надзорных органов. Это согласуется с выводами указанной работы Мелецки и Подпиера. Банки и другие финансовые институты развитых стран имеют более сложную структуру, могут образовывать или входить в финансовые конгломераты, поэтому нужен интегрированный надзор над организациями, деятельность которых осуществляется в нескольких сферах. Знаки коэффициентов при доходе на душу населения и при объеме экспорта товаров и услуг значимы и предсказуемо положительны во всех оцененных спецификациях.

Повышение качества управления в стране способствует большей интеграции надзора. Как прокси для этого фактора был выбран индекс эффективности государства. Рост количества компаний в листинге приводит к усложнению надзора в рамках интегрированного органа. В связи с этим при большем числе компаний увеличивается вероятность выбора менее интегрированной модели надзора. Это согласуется с выводами работы Мелецки и Подпиера, предполагавших, что чем более развит фондовый рынок по сравнению с банковским сектором, тем менее интегрирован надзор. Z-оценка сравнивает капитализацию и доходность банков с волатильностью их доходов. Оценка коэффициента не значима, но ее отрицательный знак во всех оцененных спецификациях говорит о необходимости разделять надзор при угрозе дефолта банковской системы.

Капитализация рынка ценных бумаг (отношение стоимости всех ценных бумаг на рынке к ВВП) и отношение общего объема торгуемых ценных бумаг к ВВП имеют значимые отрицательные коэффициенты во всех спецификациях, что отражает негативное влияние размера рынка ценных бумаг на вероятность интеграции надзора. Это согласуется с выводами работы Мелецки и Подпиера.

Индекс качества регулирования отражает способность правительства формулировать и реализовывать рациональную политику и правила, которые содействуют развитию. Значимая положительная оценка коэффициента во всех спецификациях при этом факторе означает, что переход к более интегрированному надзору рационально осуществлять только при высоком качестве регулирования и высоких стандартах управления.

Размер небанковских секторов финансового рынка отражают следующие факторы: отношение активов пенсионных фондов к ВВП; отношение активов взаимных фондов к ВВП; отношение премии страхования жизни к ВВП; отношение стоимости внутренних частных долговых ценных бумаг в обращении к ВВП. Только оценка коэффициента, характеризующего размер пенсионного сектора, положительная и значимая. Более высокий размер активов пенсионных фондов присущ, как правило, более развитым экономикам, поэтому, чем он больше, тем более интегрирован надзор.

Чтобы оценить влияние разных факторов на вероятность выбора модели интеграции *регулируемая*, мы построили и оценили порядковую пробит-модель пула (как и ранее, без учета данных по России). Она включает все исследуемые факторы (табл. 3).

Коэффициент при численности населения имеет отрицательный знак в каждой оцененной спецификации, как и для модели надзора. Для меньшей по размеру экономики может быть целесообразным интегрировать регулирование в едином органе для упрощения системы контроля и экономии на времени и расходах на персонал. Коэффициент при уровне дохода во всех проведенных регрессиях положительный. С повышением развитости страны усиливается необходимость вводить регулирование и укреплять его интеграцию, чтобы повысить эффективность наблюдения за деловыми процессами в финансовом секторе.

## Оценка факторов, влияющих на степень интеграции регулирования

Объясняемая переменная: классификация стран по модели регулирования			
Объясняющие переменные с лагом 1 (обозначение L1)	Оценка коэффициента в	Стандартная ошибка	Вероятность незначимости и оценки
L1. Численность населения, доля в населении 50 стран (%)	-0,0630**	0,0280	0,0250
L1. Доход на душу населения в постоянных долларах 2005 г.	-0,0049	0,0034	0,1490
L1. Экспорт товаров и услуг (% от ВВП)	-0,0056**	0,0022	0,0110
L1. Индекс эффективности государства	0,1584	0,2452	0,5180
L1. Количество зарегистрированных в листинге компаний на 10 000 человек	-1,0434***	0,2930	0
L1. Концентрация активов 5 крупнейших банков (%)	0,0146**	0,0058	0,0110
L1. Банковские депозиты (% от ВВП)	0,0115	0,0128	0,2170
L1. Депонированные денежные средства в числе банковских активов (% от ВВП)	-0,0012	0,0023	0,6190
L1. Z-оценка (Z-score)	-0,0012	0,0087	0,8950
L1. Активы пенсионных фондов (% от ВВП)	0,0151***	0,0025	0
L1. Активы взаимных фондов (% от ВВП)	0,0017	0,0012	0,1660
L1. Премии страхования жизни (% от ВВП)	0,0762**	0,0379	0,0440
L1. Стоимость внутренних частных долговых ценных бумаг в обращении (% от ВВП)	-0,0046	0,0031	0,1350
L1. Достаточность капитала депозитных учреждений (%)	-0,0362	0,0241	0,1330
L1. Капитализация рынка ценных бумаг (% от ВВП)	-0,0047***	0,0018	0,0080
L1. Общий объем торгуемых ценных бумаг (% к ВВП)	-0,0034***	0,0013	0,0090
L1. Индекс качества регулирования	0,1247	0,2403	0,6040
L1. Норма сбережения (%)	0,0491***	0,0136	0
*** – Значимость на уровне 1%; ** – значимость на уровне 5%; * – значимость на уровне 10%.			

Повышение качества управления положительно влияет на интеграцию регулирования, как и в случае надзора. Коэффициент при индексе эффективности государства в общей регрессии положительный и не значимый, однако в частной спецификации с этим индексом и количеством зарегистрированных компаний оценка значимая и положительная. При этом количество компаний в листинге значимо и отрицательно влияет на интеграцию регулирования во всех спецификациях. С ростом количества

участников рынка усложняется его структура, и перейти к более интегрированной модели регулирования становится труднее.

Размер рынка ценных бумаг негативно воздействует на интеграцию регулирования. Оценки коэффициентов при капитализации рынка ценных бумаг и отношении общего объема торгуемых ценных бумаг к ВВП имеют значимые и отрицательные знаки во всех спецификациях. Размер небанковских секторов финансового рынка – пенсионных фондов, взаимных фондов, страхования жизни – положительно влияет на интеграцию регулирования. Результат оценки показывает, что для развития финансовых секторов необходимы более совершенные модели регулирования, интегрированный и единый мониторинг и разработка свода общих правил в области стандартов ведения бизнеса.

Коэффициент при индексе качества регулирования значимый и положительный во всех спецификациях. Следовательно, переход к более интегрированному регулированию возможен только при высоком текущем качестве регулирования.

### **Система регулирования и надзора в России**

Оценки степени интеграции надзора для России в 1999–2012 гг. включают шесть рядов в соответствии с предложенной классификацией режима надзора. Построенный ряд вероятности попасть в  $i$ -ю группу стран отражает вероятность принятия в России в каждом году надзорной модели  $i$  (рис. 4).

Оценка полной регрессии проводилась по формуле, имеющей следующий вид:

$$\begin{aligned}
supervision_{it}^* = & \beta_1 * population_{it} + \beta_2 * gdppercap_{it} + \beta_3 * export_{it} + \\
& + \beta_4 * goeffectiv_{it} + \beta_5 * listedcomp_{it} + \beta_6 * fivebank_{it} + \beta_7 * bankdepos_{it} + \\
& + \beta_8 * bankassets_{it} + \beta_9 * Zscore_{it} + \beta_{10} * pensionfund_{it} + \beta_{11} * mutualfund_{it} + \\
& + \beta_{12} * lifeins_{it} + \beta_{13} * debtsecur_{it} + \beta_{14} * regcapital_{it} + \beta_{15} * capitaliz_{it} + \\
& + \beta_{16} * stocktraded_{it} + \beta_{17} * regquality_{it} + \beta_{18} * savings_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

,

(1)

где:  $t \in [1999, 2013], i \in [1, 42] \cup (43, 50]$ ; код 43 обозначает Россию в данной выборке стран и не включен в оценку регрессии;  $\varepsilon_{it}$  – случайная ошибка, отражающая влияние неучтенных дополнительных факторов на значение ненаблюдаемой (латентной) переменной  $supervision_{it}^*$ .

При этом переменная  $supervision_{it}$  может принимать 6 значений в соответствии со следующей схемой, где  $\varphi_i, i = 1, \dots, 6$  – ненаблюдаемые оцениваемые пороговые значения порядковой пробит-модели:

$$supervision_{it} = \begin{cases} 1, \text{ если } supervision_{it}^* \leq \varphi_1, \\ \dots \\ 3, \text{ если } \varphi_2 \leq supervision_{it}^* \leq \varphi_3, \\ \dots \\ 6, \text{ если } supervision_{it}^* > \varphi_5. \end{cases}$$

Результаты оценки построенной порядковой пробит-модели методом максимального правдоподобия приведены в таблице 2. При этом оценки коэффициентов  $\beta_i, i = 1, \dots, 18$  имеют следующую интерпретацию: положительное значение коэффициента означает возрастание объясняемой латентной переменной с возрастанием  $i$ -й объясняющей переменной.

При прогнозировании вероятности попадания России в каждую группу стран наибольшая вероятность выявлена для *второй группы*, что соответствует историческим данным, имевшим место до 1 сентября 2013 г. При этом попадание в шестую группу с максимальной интеграцией надзора в ЦБ имеет наименьшую, практически нулевую, вероятность. Однако фактически с 1 сентября 2013 г. Россия перешла именно к модели мегарегулятора на базе ЦБ.

**Предсказанная вероятность принадлежности России к каждой группе в соответствии с классификацией пруденциального надзора**

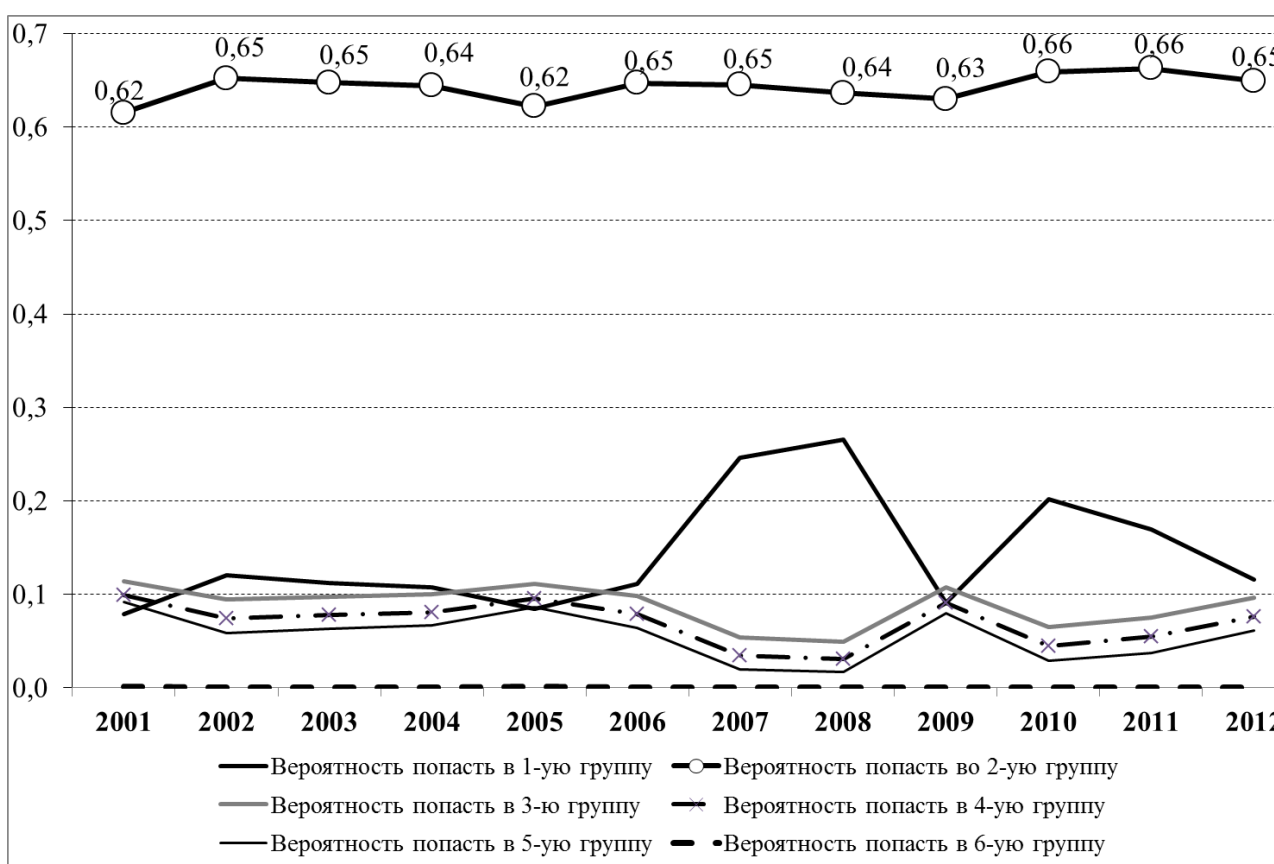


Рис. 4

Применяя формулу, аналогичную формуле (1), мы получили оценки степени интеграции регулирования для России в 1999–2012 гг. в виде пяти рядов для каждой группы в соответствии с предложенной классификацией моделей регулирования. Построенный ряд вероятности попасть в  $i$ -ю группу

стран отражает вероятность достижения в России в каждом году степени интеграции регулирования  $i$  (рис. 5).

**Предсказанная вероятность принадлежности России к каждой группе в соответствии с классификацией регулирования**

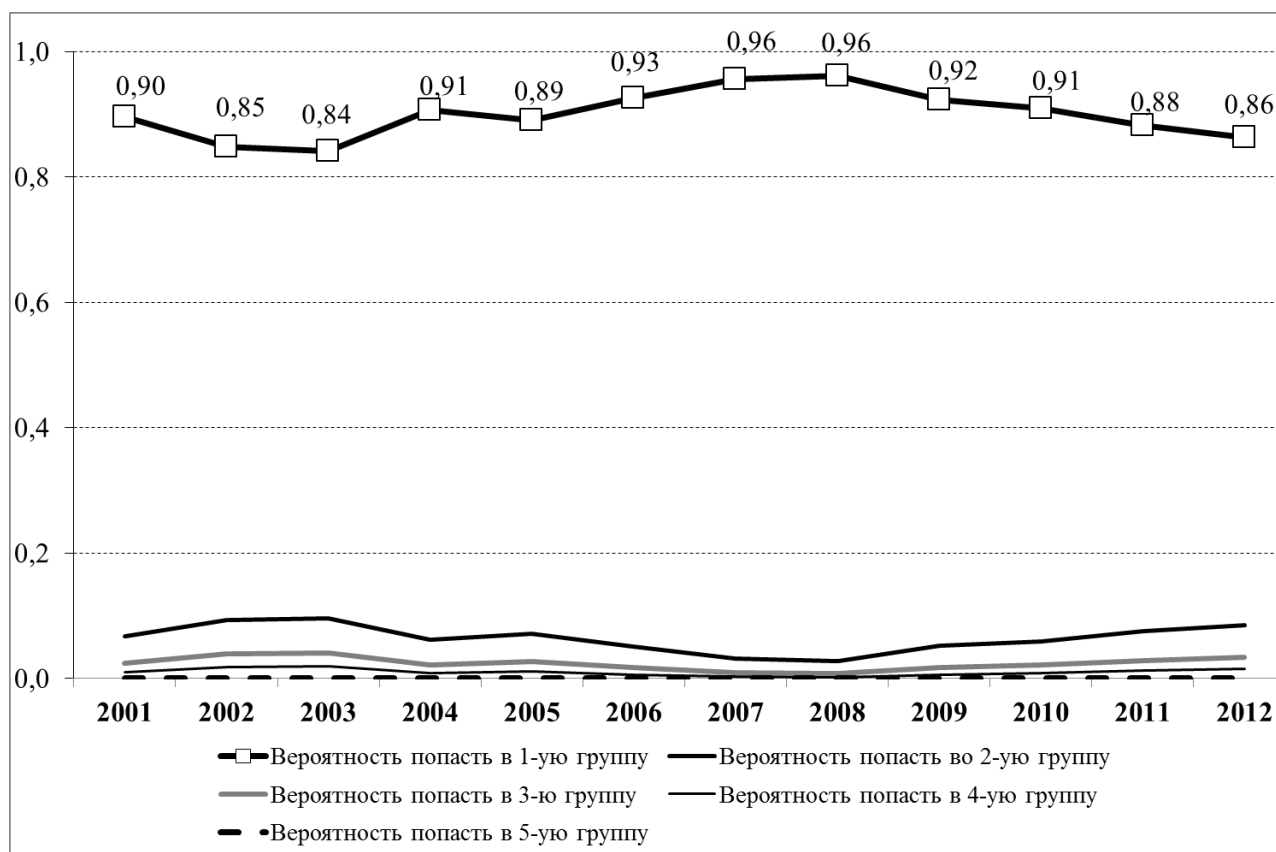


Рис. 5

При прогнозировании вероятности попадания России в каждую группу стран выявлена наибольшая вероятность для первой группы. Это отвечает историческим данным за 1999–2012 гг. Вероятность войти в четвертую группу выросла незначительно и осталась близкой к нулю, что говорит о несоответствии показателей России ее параметрам на протяжении всего периода. Однако в 2013 г. Россия переместилась именно в эту группу, предполагающую концентрацию функций по регулированию в органе, осуществляющем консолидированный пруденциальный надзор.

Результаты проведенного количественного анализа позволяют предположить, что Россия более близка к секторальной модели пруденциального надзора и относительно простой модели регулирования, согласно которой регулирование небанковских финансовых организаций осуществляют разные органы, а специальный регулятор в сфере конкуренции банков и защиты прав потребителей банковских услуг отсутствует. Это, конечно, не означает, что избранная в России с конца 2013 г. модель мегарегулятора на базе Банка России некорректная. Однако необходимо уделять особое внимание вопросам эффективности регулирующей функции, предполагающей создание условий для справедливой конкуренции между всеми участниками финансового рынка и защиты прав потребителей финансовых услуг. В условиях максимальной консолидации регулирования и надзора при незрелых институтах по разрешению конфликтов интересов в сложное положение могут попасть, например, институциональные инвесторы, уровень развития которых в России существенно ниже, чем коммерческих банков. В свою очередь, регулятивно-институциональные барьеры для ускоренного развития институциональных инвесторов обуславливают дефицит источников «длинных» денег.

Современные финансовые системы характеризуются усилением интеграции моделей регулирования и пруденциального надзора, формированием оптимального баланса между стабильностью финансовых систем и поддержанием справедливой конкуренции между ее участниками. Степень интеграции указанных моделей во многом предопределяется уровнем развития экономики и финансовой системы, а также эффективностью государственного управления. Создание на российском финансовом рынке в 2013 г. мегарегулятора на базе Банка России предполагает переход к высшему уровню интеграции регулирования и надзора без учета особенностей экономического и финансового развития страны. Это создает повышенные риски как избыточного административного давления на еще недостаточно

развитые небанковские финансовые организации, так и ослабления конкурентной среды. Решение названных проблем требует больших усилий со стороны государственных ведомств и участников финансового рынка.

#### *Список литературы*

- Абрамов А., Радыгин А.* (2007). Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма // Вопросы экономики. № 6. С. 28–44. [Abramov A., Radygin A. (2007). Russian Financial Market under State Capitalism // Voprosy Ekonomiki. No 6. P. 28–44.]
- Гайдар Е. Т.* (ред.) (2009). Финансовый кризис в России и в мире. М.: Проспект. [Gaidar E. T. (ed.) (2009). Financial Crisis in Russia and the World. Moscow: Prospect.]
- ИЭПП* (2000). Финансовый кризис: причины и последствия. Материалы научной конференции. Москва. [IEP (2000). Financial Crisis: Reasons and Consequences. Scientific Conference Proceedings. Moscow.]
- Радыгин А., Энтов Р.* (2005). Институциональные компоненты экономического роста // Вопросы экономики. № 11. С. 14–38. [Radygin A., Entov R. (2005). Institutional Components of Economic Growth // Voprosy Ekonomiki. No 11. P. 14–38.]
- Радыгин А., Энтов Р.* (2012). «Провалы государства»: теория и политика // Вопросы экономики. № 12. С. 4–30. [Radygin A., Entov R. (2012). Government Failures: Theory and Policy // Voprosy Ekonomiki. No 12. P. 4–30.]
- Энтов Р. М.* (2013). Современная финансовая система: тенденции развития, проблемы стабильности. Стенограмма доклада на Ученом совете ИЭП им. Е. Т. Гайдара 11 декабря ([www.iep.ru/files/news/scientcouncil/2013.12.12](http://www.iep.ru/files/news/scientcouncil/2013.12.12)). [Entov R. M. (2013). Modern Financial System: Trends of Development, Problems of Stability. Report at the Academic Council of IEP, December 11.]
- Bartram S., Brown G., Stulz R.* (2012). Why Are U.S. Stocks More Volatile? // The Journal of Finance. Vol. 67, No 4. P. 1329–1370.
- Beck T., Levine R.* (2004). Legal Institutions and Financial Development // NBER Working Paper. No 10417. Cambridge, Mass. April.
- Bencivenga V., Smith B.* (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth // Review of Economic Studies. Vol. 58, No 2. P. 195–209.
- Clark C.* (1937). National Income and Outlay. London: MacMillan.

- Croce R. D., Stewart F., Yermo J.* (2011). Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies // OECD Journal: Financial Market Trends. Vol. 2011, No 1.
- Demirgüç-Kunt A., Levine R.* (eds.) (2001). Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development. Mass.: The MIT Press.
- Eichengreen B., Dincer N.* (2011). Who Should Supervise? The Structure of Bank Supervision and the Performance of the Financial System // NBER Working Paper Series. Working Paper No 17401.
- European Commission* (2013). Green Paper. Long-Term Financing of the European Economy. Brussels, 25.3.
- Gerschenkron A.* (1962). Economic Backwardness in Historical Perspective. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Global Financial Development Report, 2013. Rethinking the Role of the State in Finance / International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. 2012.
- Goldsmith R.* (1969). Financial Structure and Development. New Haven: Yale University Press.
- Greenwood J., Smith B.* (1997). Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets // Journal of Economic Dynamics and Control. Vol. 21, No 1. P. 145–181.
- King R., Levine R.* (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence // Journal of Monetary Economics. Vol. 32, No 3. P. 513–542.
- Kuznets S.* (1938). National Income and Capital Formation. New York: NBER.
- Levine R., Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E.* (2012). Benchmarking Financial Systems around the World // The World Bank Policy Research Working Paper. No WPS6175. August.
- Masciandaro D., Quintyn M.* (2011). The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter? // IMF Working Paper. No WP/11/261. November.
- Mclean D., Zhang T., Zhao M.* (2012). Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth // The Journal of Finance. Vol. 67, No 1. P. 313–350.
- Melecky M., Podpiera A.* (2013). Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks // Journal of Financial Stability. Vol. 9, No 3. P. 428–444.
- Pagano M.* (1993). Financial Markets and Growth: An Overview // European Economic Review. Vol. 37, No 2–3. P. 613–622.

- Roubini N., Sala-I-Martin X.* (1992). Financial Repression and Economic Growth // *Journal of Development Economics*. Vol. 39, No 1. P. 5–30.
- Sirri E., Tufano P.* (1995). The Economics of Pooling // *The Global Financial System: A Functional Perspective* / D. Crane a.o. (ed.). Boston: Harvard Business School Press.
- World Bank* (2013). Bank Regulation and Supervision Survey, 2011–2012. [www.worldbank.org/financialdevelopment](http://www.worldbank.org/financialdevelopment).

## **Financial Markets Regulation: Models, Evolution, Efficiency**

*Alexander Abramov<sup>1\*</sup>, Alexander Radygin<sup>1,2</sup>, M. Chernova<sup>1</sup>*

*Authors affiliation:* <sup>1</sup>Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; <sup>2</sup>Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russia). \* Corresponding author, email: ae\_abramov@mail.ru.

### **Аннотация на английском, ключевые слова, коды JEL.**

Accumulated experience in the development of financial markets confirms the importance of interrelations between the type of the chosen model of regulation and historically achieved «depth of financial structure», as well as national institutional characteristics. Effective regulation model which takes into account these features became an indispensable condition for economic growth. The authors analyze patterns of development of regulation and supervision systems in the financial markets on a sample of 50 countries focusing on trends in integration of regulation and supervision. The calculations show that new model of rigid integration of system of prudential supervision and regulation formed in Russia on the basis of the Bank of Russia does not fully take into account the level of development of institutional investors and creates risks of excessive administrative pressure on non-bank financial institutions and risks of competitive environment weakening. Solving these problems requires active effort on the part of government agencies and financial market participants.

*Key words:* Regulation, prudential supervision, Twin Peaks, financial market, economic growth, institutional investors

*JEL:* G18, G23, G28, K22, O43