

ОБСУЖДАЕМ ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

© 2018 г. А. Абрамов

БУКЛЕМЕШЕВ О.В., ДАНИЛОВ Ю.А. Современные тенденции институциональной структуры финансового регулирования. Москва, Экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова, 2017. 152 с.

АБРАМОВ Александр Евгеньевич, кандидат экономических наук, профессор, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков.

РАНХ и ГС при Президенте РФ, РФ, 119571 Москва, пр-т Вернадского, 82, стр.1 (ae_abramov@mail.ru).

Рецензия поступила в редакцию 20.04.2017.

Ключевые слова: финансовое регулирование, мегарегулятор, *twinpeaks*, пруденциальный надзор, поведенческий надзор, защита прав инвесторов.

С 1 сентября 2013 г. на российском финансовом рынке произошли коренные изменения, заключающиеся в стремительном переходе от преимущественно отраслевой модели регулирования финансового рынка к полностью интегрированной системе на базе мегарегулятора в лице Банка России. Польза от указанных изменений была неочевидна для многих участников рынка и академического сообщества. Однако от представителей исполнительной власти и Банка России прозвучали твердые заверения в том, что создание единого и лучше обеспеченного в финансовом отношении регулятора будет способствовать росту финансового рынка, позволит очистить его от ненадежных игроков и не нарушит конкуренцию. На деле получилось по-другому.

В этом контексте книга О.В. Буклемешевой и Ю.А. Данилова является, пожалуй, одной из первых попыток дать предварительную оценку последствий создания мегарегулятора на российском финансовом рынке, исходя не только из теоретических предпосылок, но и разнообразных эмпирических данных по итогам данного эксперимента. Важно, что исследование не содержит однозначных оценок и выводов, в каждом случае приводится тщательный анализ аргументов “за” и “против”, право составить более конкретное суждение предоставляется самому читателю. Единственно, на чем настаивают авторы и что проходит красной нитью через все повествование, — это неизбежность движения рынка в сторону модели *twinpeaks*¹ как возможной альтернативы

нынешней модели его регулирования. “Мы были бы очень рады, если появление этой монографии будет способствовать началу такой дискуссии”, — такими словами завершается публикация (с. 151).

В первой главе книги рассматриваются вопросы теории финансового регулирования. Понимание функций финансового регулирования — важная отправная точка исследования, без которой невозможно понять, как должен в итоге выглядеть регулирующий орган, чем модель *twinpeaks* отличается от действующей системы с ее мегарегулятором в лице Банка России. Несмотря на то что понятие “финансового регулирования” достаточно четко сформулировано в документах многих авторитетных организаций (Группы 30-ти, Всемирного банка и др.), дискуссии по данному вопросу показывают, что эта проблема требует более обстоятельного обсуждения. В понимании функций финансового регулирования (с. 11) авторы отталкиваются от определения, данного Группой 30-ти, предполагающего деление финансового регулирования на два блока — пруденциальный надзор и контроль за обеспечением стандартов ведения бизнеса (поведенческий надзор). Каждый из указанных блоков финансового регулирования выполняет специфические функции. Пруденциальный надзор отвечает за ограничение системных рисков на всем финансовом рынке, а также безопасность и устойчивость финансовых институтов. Поведенческий надзор реализует функции поддержания справедливого и эффективного рынка (иными словами, конкуренции), а также защиты прав инвесторов и потребителей финансовых услуг. В случае разделения данных функций между разными организациями возникает модель *twinpeaks* и ее разновидности. Отдельно выделяется функция макропруденциального регулирования. По мнению авторов, «задачи макропруденциальной политики заключаются в сглаживании последствий бизнес-циклов и финансовых циклов, устранении избыточных контагиозных

¹ Согласно пояснениям авторов книги на с. 28 модель *twinpeaks* предполагает “распределение регуляторных (надзорных) функций между двумя агентствами: одно обеспечивает надзор в части безопасности и устойчивости как отдельных финансовых институтов, так и финансовой системы в целом, а другое фокусируется на контроле за обеспечением стандартов ведения бизнеса (защите прав потребителей финансовых услуг)”.

эффектов взаимосвязанности и подверженности рыночных институтов аналогичным угрозам и рискам, а также предотвращении формирования “финансовых пузырей”» (с. 30).

Проявлением недостаточного понимания функций финансового регулирования является попытка возложения на регулятора так называемой функции развития данного рынка. Несмотря на то что ни в одном документе международных организаций (насколько это известно рецензенту) не предполагается, что финансовый регулятор осуществляет особую функцию развития, то есть является носителем *industrial policy* на финансовом рынке, в ст. 3 Федерального закона от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ “О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)” записано, что развитие финансового рынка и банковской системы является целями Банка России. Конечно, понятие целей и функций может предусматривать разное толкование, однако в практическом смысле в структуре ЦБ создан отдельный департамент развития рынка, который во многом реализует то, что понимается под *industrial policy*, то есть активное реформирование финансового рынка сверху. В книге данная функция не выделяется отдельно за финансовым регулятором, однако, как подчеркивается, она все же реализуется исполнительной властью, оставаясь в ведении правительства или передаваясь “специальным органам, ответственным за проведение реформ либо за осуществление национального стратегического планирования” (с. 14).

По нашему мнению, подобное понимание функций финансового регулятора несет в себе определенный риск подмены его обязанностей по формированию конкурентной среды, вмешательством в бизнес частных структур, создающим необоснованные преимущества для одних представителей бизнеса в ущерб интересам других участников. Источником развития бизнеса должны быть инициативы снизу, его стремление получить то, что Й. Шумпетер называл “предпринимательской прибылью”, понимая под ней практически инновационную ренту, создаваемую частными предпринимателями от новых комбинаций бизнеса и внедрения новых благ в хозяйственный оборот. Таким образом, обязанностью регулятора является поддержание конкуренции, а не реализации функции развития как таковой.

Вторая глава книги посвящена теме эволюции систем регулирования. Авторы доносят до читателей очень важное послание о том, что изменения в структуре регулирования не являются чьим-то субъективным решением, а представляют собой закономерный процесс эволюции подходов к регулированию финансового рынка. Их видение образно можно назвать неким дарвинским процессом эволюции видов

регулирования, венцом которого является система *twinpeaks* и ее некоторые разновидности. В этой части книги можно найти массу содержательных аргументов в пользу консолидированной модели регулирования (сс. 51-54). К их числу следует отнести активное формирование финансовых конгломератов; развитие инноваций, ведущих к трансляции рисков между разными секторами финансового рынка; ликвидацию разграничения между инвестиционными и депозитными банками, борьба с системными рисками; тенденции к унификации стандартов ведения финансового бизнеса; необходимость сокращения регуляторных издержек и дублирования функций разных регуляторов и иные факторы.

Однако подобный подход нуждается в некотором уточнении. Цепочка эволюции финансового регулирования начала складываться значительно раньше появления “протоотраслевой” модели государственного регулирования. Задолго до нее — с XVII в. в Амстердаме, с XVIII в. в Лондоне и XIX в. в Нью-Йорке — фондовые рынки регулировались биржами без всякого государства², не исключено, что и в будущем рынки вернутся к идее саморегулирования. Кроме того, видимо, пока еще рано считать верхом совершенства полностью интегрированную систему регулирования в ее разных проявлениях. Многие наиболее конкурентоспособные рынки в мире — в США, Китае, Канаде, Индии и т.п. — до настоящего времени воздерживаются от полной интеграции, сохраняя в значительной мере отраслевой характер. В то же время многие высокоинтегрированные системы регулирования созданы в странах с крайне низким уровнем развития финансовых рынков, о чем свидетельствует, например, список из 15 государств, в которых по примеру России была создана полностью интегрированная система регулирования на базе Центрального банка (сс. 61-62). Возможно, что в основе эволюции систем регулирования лежат более серьезные мотивы, а именно обеспечение стабильности правил игры на рынке, риски искажений в рыночных сигналах, потребность в сохранении систем сдержек—противовесов и иные мотивы.

Авторы книги отмечают, что проблемы стратегии финансового рынка и его регулирования необходимо решать с позиций “системного стратегического подхода”, предполагающего их увязку с общей стратегией развития российской экономики (сс. 146-147). Однако при анализе институциональной структуры финансового регулирования они в большей мере обращают внимание, скорее, на внутреннюю логику развития систем регулирования и международный опыт

² Stringham E. Private Governance. The Role of Private Rules and Regulations for Creating Modern Stock Markets. *Financial History*, Winter 2016, pp. 15-19.

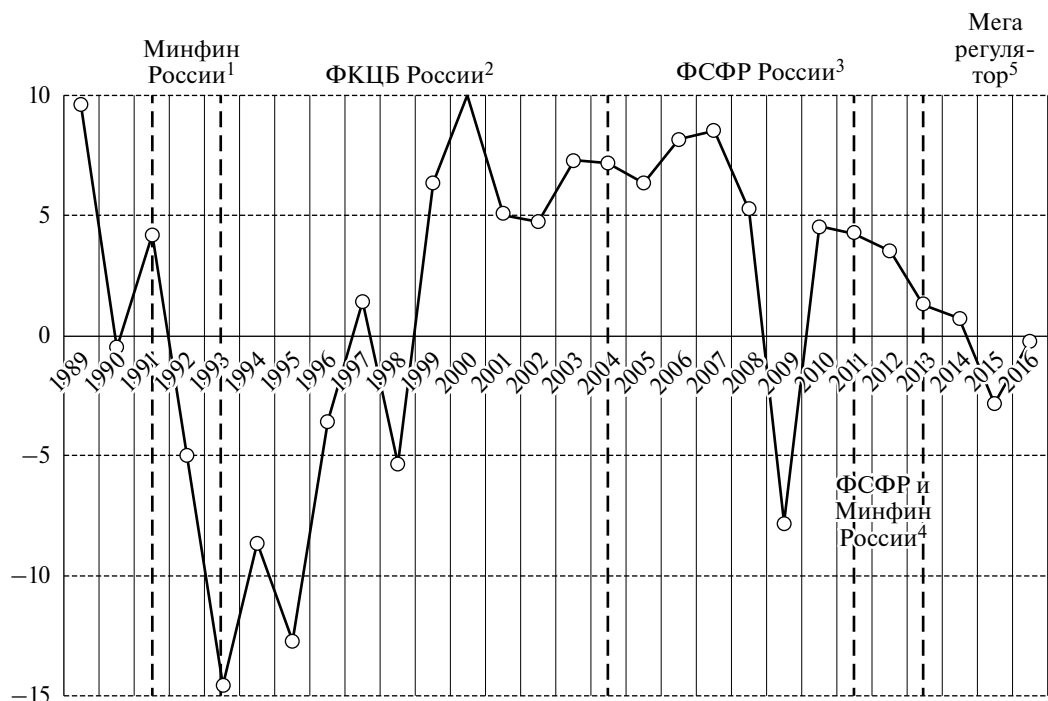


Рис. Эволюция систем регулирования и надзора на финансовом рынке России и темпы роста ВВП, %

¹ В соответствии с постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78 Минфин стал регулятором фондового рынка.

² Согласно распоряжению Президента РФ от 9 марта 1993 г. № 163-рп была образована Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ, что было первым шагом к созданию ФКЦБ России (по мнению авторов книги (с. 116) на данном этапе преобладала отраслевая модель регулирования).

³ В соответствии с Указом Президента РФ от 9 марта 2004 г. № 314 ФКЦБ России была преобразована в Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР) России с расширением ее полномочий (по мнению авторов книги (с. 118) – это момент начала перехода от отраслевой к интегрированной модели регулирования).

⁴ На основании Указа Президента РФ от 4 марта 2011 г. № 270 и последующих правовых актов введен принцип принятия правовых актов в области ценных бумаг в виде совместных решений ФСФР и Минфина России, ограничивший самостоятельность правоустанавливающей функции ФСФР.

⁵ Ликвидация ФСФР с передачей ее функций Банку России на основании Указа Президента РФ от 25 июля 2013 г. № 645.

их применения, чем на то, в какой мере данные модели предопределяются логикой развития экономики и задачами экономической политики разных стран.

Между тем модель регулирования финансового рынка во многом предопределяется задачами экономической политики, стоящими перед государством и обществом в момент создания или реорганизации регулятора. Попробуем показать это на примере эволюции моделей регулирования финансового рынка в России (см. рис.). С конца 1990-х по первую половину 2000-х годов российская экономика шла по пути ускоренного роста на базе формирования рыночных отношений и конкуренции. Соответственно созданная в 1993 г. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ и ее последующие модификации подразумевали вариант отраслевой модели регулирования с преобладанием правоустанавливающих функций над правоприменительными.

Даже те конфликты между Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и Банком России, о которых так много пишут, во многом помогли развитию и инновациям финансового бизнеса, поддерживая конкуренцию среди регуляторов и препятствуя появлению административных барьеров. В дискуссиях между представителями ФКЦБ и Банка России частный бизнес нередко выступал в качестве арбитра, что открывало широкие возможности для его роста и реализации инновационных проектов.

Однако было бы неправильным идеализировать ситуацию с финансовым регулированием в то время. По нашему мнению, на этапе подъема фондового рынка в 2004–2005 гг. профессиональное сообщество упустило шанс создать эффективную систему саморегулирования с учетом опыта США, Австралии, Великобритании и Германии, где деятельность регуляторов во многом финансируется за счет взносов

участников рынка. В результате слабый регулятор не смог должным образом проявить себя в “разруливании” последствий кризиса 2008 г.

Практический этап борьбы за создание мегарегулятора начался с принятия Указа Президента РФ от 4 марта 2011 г. № 270, установившего контроль Минфина над нормотворческой деятельностью ФСФР России³. В конечном итоге на основании Указа Президента РФ от 25 июля 2013 г. № 645 с 1 сентября 2013 г. ФСФР была упразднена, а ее функции переданы Банку России. Данный процесс неразрывно связан с происходившими в то время глубинными изменениями российской экономической политики, столкнувшейся с проблемой торможения экономического роста. На фоне посткризисной стагнации нефтяных цен, проблем в еврозоне и растущих сложностей в отношениях с Западом с конца 2011 г. государство взяло курс на поддержание экономического роста за счет массивированных вливаний централизованных финансовых ресурсов в банковскую систему и государственные институты развития. Последствия такой политики с точки зрения экономического роста хорошо видны на рисунке. В рамках нового курса в 2013 г. правительство приняло решение о замораживании пенсионных накоплений. Закрепление функций мегарегулятора за Банком России на данном этапе позволяло ограничить риски превращения финансового рынка в фактор потенциальной дестабилизации социальной стабильности в стране в результате возникновения тех или иных конфликтов в финансовой сфере⁴. Фондовый рынок не рассматривался в качестве главного драйвера экономического роста. Данное предположение согласуется с мнением авторов книги, отмечающих, что “приняв решение о создании мегарегулятора на базе центрального банка, руководство России фактически отказалось от идеи формирования в стране развитого национального финансового рынка, притягивающего благодаря своим качественным характеристикам глобальные капиталы” (с. 128).

Подобный взгляд на эволюцию мегарегулятора в увязке с задачами экономического роста важен, по

³ Как пишут авторы книги, первый вариант данного Указа, подготовленный Минфином России, предполагал создание мегарегулятора на базе подконтрольного Минфину Росстрахнадзора путем присоединения к нему ФСФР России (с. 125).

⁴ В 2008 г. сам по себе финансовый кризис не вызвал значительных шоков на внутреннем финансовом рынке, да и его причинами были в большей мере внешние факторы, чем какие-либо недостатки внутреннего рынка. Самые тяжелые потрясения на финансовом рынке, пожалуй, были связаны с неплатежеспособностью ряда крупных структур на рынке РЕПО, с финансовыми потерями крупных клиентов у ряда брокеров, а также рисками *margin-calls* у акционеров системно значимых эмитентов.

нашему мнению, для понимания сценариев его будущих перспектив. Ключевой мыслью авторов книги является то, что с точки зрения международного опыта вероятно его трансформация в систему *twinpeaks* (с. 151). Соглашаясь с таким предположением, хотелось лишь добавить, что траектория будущих изменений во многом будет зависеть от потребностей будущего экономического роста. Очевидно, что действующие темпы в размере 1–2% в год мало кого устраивают, даже для простого сохранения места России в глобальной экономике они должны быть на уровне 3.5–4%.

В небольшой по объему рецензии не ставится цель обсудить методы экономического ускорения, заметим лишь, что с высокой вероятностью их поиск сопряжен с рыночной конкуренцией и рисками инвестиций. Однако именно эти два направления являются самыми проблемными в деятельности нынешнего мегарегулятора. Поэтому можно с уверенностью предполагать, что поиск новой модели экономического роста станет решающим фактором смены модели регулирования финансового рынка в России. Потребность в более активном задействовании фондового рынка в привлечении капитала, активизация небанковских механизмов мобилизации капитала, необходимость обеспечения более лояльного отношения к рискам неизбежно вызовут радикальные изменения не только методов финансового регулирования, но и его институциональной структуры.

Особенность изложения материала в книге заключается в деликатности ее авторов при формулировке выводов и обобщений. Это очень важно, поскольку категоричные суждения в столь дискуссионной теме могут оттолкнуть читателя, не согласного с выводами книги. Здесь же авторы позволяют читателям самим прийти к выводам, взяв за основу все “за” и “против” тех или иных моделей регулирования, ознакомившись со статистикой конкурентоспособности российского фондового рынка за прошедшие несколько лет.

В процессе изучения монографии рецензент пришел к мысли о том, что сама по себе институциональная структура финансового регулирования не является той волшебной палочкой, которая меняет мир. Ее авторы пишут, что сама по себе архитектура органов регулирования не гарантирует безболезненного прохождения кризисов (с. 96). Изменение архитектуры регулирования можно сравнить с хирургическим вмешательством, оно требует большой осторожности и подготовительной работы с точной ориентацией на желаемый результат. Так действуют наиболее успешные страны. В США, ставшими эпицентром глобального финансового кризиса 2008 г., институциональная структура регулирования претерпела лишь

точечные изменения в виде появления 2–3 новых органов, сохранив свою отраслевую сущность (с. 101–106). Не претерпели после кризиса серьезных изменений регулирующие структуры Китая, Республики Корея, Японии и Канады (гл. 4). Осторожность в изменении организационной структуры регулирования финансовых рынков — важный урок посткризисного развития многих стран. Радикальные изменения в регулировании меняют баланс сил на финансовых рынках, влияют на конкуренцию, порождают новые проблемы в деятельности новых структур. В этом смысле трудно не согласиться с тем выводом, что создание мегарегулятора в России было чрезмерно поспешным и неподготовленным процессом (с. 126).

Как в будущем будет выглядеть институциональная структура финансового регулирования — ответ на этот вопрос в целом дан авторами книги. Как представляется рецензенту, это будет *twinpeaks* (а может быть *three-peaked model*), близкий к моделям регулирования рынка в Великобритании (с. 97–100) или Австралии (с. 100–101). В ближайшее десятилетие авторы считают неизбежным процесс опережающего распространения именно данной системы регулирования. По их данным в настоящее время ее используют 9 стран (с. 93), еще примерно 25 стран либо реализуют, либо готовятся к такому переходу (с. 94).

В нашем собственном исследовании данного вопроса⁵ мы пришли к несколько иным выводам. Воспользовавшись методологией Мелецки и Подпиера (2013)⁶, о которой упоминается в книге (с. 54, 68–73), на примере 50 стран за период 1999–2013 гг. нами были построены модели, объясняющие разную степень интеграции пруденциального и поведенческого надзора в зависимости от 18 показателей, характеризующих уровень развития экономики и финансовой системы каждой страны. Далее, на основе полученных уравнений регрессии отдельно по пруденциальному и поведенческому надзору и показателям, характеризующим российскую экономику и финансовый рынок, была рассчитана вероятность попадания России в ту или иную группу стран с разным уровнем интеграции систем регулирования и надзора. Оказалось, что, исходя из выбранных критериев, более подходящей для России была бы секторальная (отраслевая) модель регулирования финансового рынка. Данный результат не означает наложения каких-либо ограничений против выбора более интегрированных систем пруденциального и поведенческого надзоров,

однако в любом случае необходим более тщательный мониторинг рисков, возникающих при использовании более интегрированной системы. Многие из данных рисков перечислены в книге (с. 79–80). Более того, авторы провели анализ того, как данные риски уже материализовались в практике работы Банка России за 3,5 года исполнения им функций мегарегулятора (с. 137–147). От себя добавим, что наиболее существенным оказался риск избыточного административного давления и сокращения небанковских финансовых организаций. Во многом это связано со снижением административного веса небанковского финансового сектора в принятии решений в области регулирования и надзора при переходе к модели мегарегулятора. В этом случае процессы конкуренции между разными секторами рынка переносятся с межведомственного уровня, где у каждого посредника был “собственный” регулятор с примерно одинаковым административным весом при принятии решений, на внутриведомственный уровень в Банке России, у которого задача обеспечения стабильности работы банков в силу закона и традиции является более приоритетной, чем развитие небанковских финансовых организаций. Согласно ст. 3 Федерального закона от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ “О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)” целями деятельности Банка России является развитие и укрепление банковской системы и финансового рынка Российской Федерации, однако там ничего не говорится о развитии и укреплении небанковских финансовых организаций.

Создание *twinpeaks* вряд ли решит проблему пропорционального представительства в регулирующем органе разных секторов финансового рынка, поэтому в данном случае сохраняются риски замедленного развития небанковских финансовых организаций. В качестве примера позитивного влияния секторального регулирования на конкуренцию между разными секторами финансового рынка можно привести историю с попытками *Office of Financial Research (OFR)* Казначейства США без всякого основания распространить на крупнейшие компании по управлению активами прав пруденциального надзора, принятых для системно значимых банковских организаций⁷. При этом авторами данных предложений не была принята во внимание специфика бизнеса по управлению активами клиентов, заключающаяся в том, что управляющие компании не принимают на себя гарантий возвратности, срочности и платности в отношении клиентских активов, а потому не являются носителями системного риска. Именно благодаря жесткой позиции Комиссии по ценным бумагам и биржам (*SEC*), поддержавшей управляющие

⁵ Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность. *Вопросы экономики*, 2014, № 2, сс. 33–49.

⁶ Melecky M., Podpiera A. Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks. *Journal of Financial Stability*, 2013, vol. 9, no. 3, pp. 428–444.

⁷ *Office of Financial Research (OFR). Asset Management and Financial Stability*. September 2013.

компании, удалось избежать применения избыточных правил пруденциального регулирования по отношению к бизнесу по управлению активами в США и на глобальных рынках в целом.

Таким образом, можно поздравить авторов и всех нас с выходом чрезвычайно интересной и актуальной книги. Она действительно может стать началом

новой конструктивной дискуссии о формах и методах финансового регулирования в России, их соответствии тем вызовам, которые стоят перед ее экономикой и ее финансовым рынком. “Знание – сила”, как гласит известный нам слоган, теперь у нас есть шанс это проверить на опыте российского финансового рынка.

DISCUSSING THE PROBLEMS OF FINANCIAL REGULATION

[Review of the book: Buklemeshev O.V., Danilov Y.A. Modern Trends in the Institutional Structure of Financial Regulation. Moscow, The Faculty of Economics, Moscow State University, 2017. 152 p. (In Russ.)]

(World Economy and International Relations, 2018, vol. 62, no. 2, pp. 105-110)

Received 20. 04.2017.

Alexander E. ABRAMOV (ae_abramov@mail.ru),

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), 82, Prosp. Vernadskogo, Moscow, 119571, Russian Federation.

Keywords: Financial regulation, mega regulator, twinpeaks, prudential supervision, behavioral supervision, protection of investors' rights.

About author:

Alexander E. ABRAMOV, Cand. Sci. (Economics), professor, Head the Laboratory for the Analysis of Institutes and Financial Markets.