

УДК 336.717

## МЕГАРЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ: МОДЕЛИ

**Кудерцев А.А.**

*АНО ВПО «Евразийский открытый институт», Москва, e-mail: audserv@land.ru*

В статье отражены особенности развития финансового сектора экономики. Установлена взаимосвязь между уровнем развития финансовых рынков и долгосрочными темпами макроэкономического развития. Выявлена необходимость изучения типов финансовых кризисов в связи с неэффективностью пруденциального регулирования. Отражена эффективная модель регулирования и надзора в финансовом секторе, которая позволяет достичь максимального положительного эффекта для всех субъектов экономики. Раскрыты основы и отличительные характеристики макропруденциального и микропруденциального надзора. Выявлена тенденция трансформации финансовых организаций в финансовые конгломераты, вследствие усложнения финансовых продуктов и развития взаимосвязанности и взаимозависимости отдельных видов рынка. Определены задачи и функции Банка России в сфере надзора финансового сектора в периоды финансовой нестабильности. Обозначены проблемы функционирования финансового рынка. Сформулирован вывод о необходимости развития макропруденциального надзора с целью достижения устойчивого экономического развития.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, регулирование, надзор, экономический рост, финансовый кризис

## FINANCIAL MARKET'S MEGAREGULATOR: MODEL

**Kudertsev A.A.**

*Eurasian Open Institute, Moscow, e-mail: audserv@land.ru*

The article describes characteristics of financial sector development. The correlation between financial markets' development level and long-term rate of macroeconomic development was identified. The necessity of deeper understanding existing types of financial crises was explored which relates to prudential regulation. An effective regulation and supervision model for financial sector is presented. The model helps to achieve an optimum effect for all economic actors. The major and particular characteristics of macro- and micro-prudential supervision is exposed. The tendency of financial institutions' transformation into financial conglomerates through the process of financial products complexity, development of connection and interdependency among certain market types is revealed. The Bank of Russia tasks and function in the financial field in the period of financial uncertainty are defined, the problems of financial market functionality is identified. To draw a conclusion, there is a necessity of macro-prudential supervision development for sustainable economic growth.

**Keywords:** financial market, regulation, supervision, economic growth, financial crisis

Экономическая история является объективным свидетельством того, что прозрачно функционирующий финансовый сектор является неизбежным условием для адекватного и эффективного функционирования современной экономики. В период 1990-х годов большинство стран с переходной экономикой испытало серьезные финансовые потрясения, а также развитые страны стали свидетелями финансовой нестабильности и валютных затруднений. Высокие затраты на финансовые кризисы, их нарастающая интенсивность обратили внимание национальных властей по всему миру на важность вопроса обеспечения финансовой стабильности. Осложняет ситуацию увеличивающийся объем финансовых операций, углубление финансовых рынков.

### **Особенности развития финансового сектора экономики**

Финансовый сектор с точки зрения мирового хозяйства претерпел значительные изменения: если до 20-х годов XX в. он был тождественен банковскому сектору, то в современном периоде он получил существенное расширение, усложнение институциональной структуры и обеспечивающей его

развитие инфраструктуры. Подобные функциональные и структурные трансформации происходили на фоне усиления значимости сектора государственных финансов, захвата доминирующего положения фондовым рынком среди других секторов финансового рынка. Теоретическим, феноменологическим, эмпирическим исследованиям финансового сектора посвящен ряд работ в которых изучаются отдельные аспекты его функционирования и влияния на экономическое развитие. Начиная с работ Д. Рикардо, существенное влияние финансового сектора на макроэкономические пропорции не подвергалось сомнению приверженцами теории свободного рынка, а также К. Марксом, Дж.М. Кейнсом. Особое значение финансовому сектору в решении задачи обеспечения экономического роста через стимулирование банками внедрения инноваций, выбора наиболее эффективных производств и инвестиционных проектов для финансирования придавал Й. Шумпетер. Заметим, что реализация финансовых инноваций в современном периоде развития экономики сопровождается значительными переменами в структуре и сложности современных финансовых продуктов,

обращение которых ставит новые задачи перед финансовым надзором.

Противоположная Й. Шумпетеру точка зрения была представлена Дж. Робинсон, которая указывала на пассивность финансовых рынков в решении задачи стимулирования экономического развития, утверждая, что рынки лишь следуют за ним, но не определяют его. В 80-е годы XX в. развитие дискуссий обеспечила работа Р. Лукаса 1988 года, в которой исследователь отметил, что взаимосвязь между развитием финансовых рынков и экономическим ростом переоценивается большинством экономистов. Этот тезис способствовал появлению большого количества исследований, которые сформировали эмпирическую платформу для последующих теоретических выводов об интенсивности взаимосвязи финансового сектора и экономического развития, особенностей ее проявления в различных национальных экономических системах и их сферах. Например, работа Р. Кинга и Р. Левина, вышедшая в 1993 году, определила тренд дискуссий о влиянии рынка ценных бумаг на экономическое развитие в последующие периоды. Существенный вклад в проблематику исследования внесли специалисты Мирового банка, которые осуществляют глубокие межстрановые сопоставления, позволившие диагностировать «точки влияния» фондового рынка на экономическое развитие в странах с развивающимися рынками капитала.

Проведенные теоретические и эмпирические исследования позволили установить взаимосвязь между уровнем развития финансовых рынков и долгосрочными темпами макроэкономического развития:

1. Интенсификация развития финансового рынка детерминирует макроэкономическое развитие, которое приобретает положительную динамику вследствие накопления основного капитала, повышения эффективности общественного производства и ускорения темпов экономического роста.

2. Существенное влияние на макроэкономическое развитие финансовые рынки оказывают в долгосрочном периоде, вследствие чего индикаторы развития финансовых рынков могут выступать качественными прогнозными показателями экономического развития на период 10–30 лет.

Однако фундаментальным изменением в финансовой сфере можно считать то, что **финансовые учреждения**, осуществлявшие на сепаративной основе банковские операции, деятельность, связанную с обращением ценных бумаг, движением инвестиционных ресурсов, страхованием, **трансформировались в финансовые кон-**

**гломераты**, предоставляющие широкий спектр комплексных финансовых продуктов по всему миру. Модификации в финансовом секторе вскрыли недостатки моделей финансового регулирования, «пустоты» в инструментально-методическом аппарате части из них, образовавшиеся как следствие несоответствия практике ведения финансового бизнеса в современных условиях. Актуальными представляются вопросы об оптимальной структуре финансовых регуляторов на фоне продолжающейся интеграции в финансовом секторе и незначительной эффективности этих регуляторов в решении задач управления кризисом (на национальном и международном уровнях) и предотвращения распада глобальных системно значимых финансовых организаций. Мировой финансовый кризис 2007–2009 гг. предоставил возможность наблюдать, как различные участники рынка реагируют на глобальную конкуренцию в сфере регулирования и надзора в финансовом секторе. Данный естественный эксперимент определил необходимость сотрудничества между государствами в целях решения системных проблем [1], поскольку в полной мере продемонстрировал значимость адекватного управления финансовым сектором и рисками, имманентными его развитию.

Согласно данным, представленным в докладе о глобальной финансовой стабильности в октябре 2012 г., наблюдается увеличение объемных индикаторов мировой финансовой системы. Однако это увеличение как общее и рост объемов выпускаемых финансовых инновационных продуктов как частное, на самом деле не приводит к пропорциональной интенсификации экономического развития в мире [6]. Из этого вытекает вывод о том, что небанковское финансовое посредничество углубляется, что нельзя объявить негативной тенденцией. В связи с этим проявляются некоторые недостатки такого посредничества, которые необходимо нивелировать:

– риски, возникающие вследствие переплетений между финансовыми продуктами и между финансовыми рынками;

– неразглашение данных или публикация относительно небольшого объема статистической информации об операциях, проводимых небанковскими организациями;

– снижение капитализации небанковских организаций, осуществляющих операции по финансированию физических и юридических лиц.

Кроме того, последний мировой финансовый кризис, среди причин разрастания которого многими экспертами называлась неэффективность политики макропруден-

циального надзора, определил необходимость изучения типов финансовых кризисов, среди которых особым образом следует отметить валютный, банковский и кризис суверенного долга, социально-экономические последствия которых особенно разрушительны для экономических систем. Можно также обнаружить, что нередко бывает достаточно сложно провести четкую границу между этими типами финансового кризиса. Они часто представляют собой своеобразный «кризисный гибрид». Так, например, можно выделить: «валютный кризис – банковский кризис» (Азия – 1997 г., Россия – 1998 г., Турция – 2000 г.); «валютный кризис – кризис внешнего долга» (Мексика – 1994, Аргентина – 2001 г.) и т.д. Финансовые кризисы зарождаются на уровне финансовых институтов, которыми могут быть банки, страховые организации, финансовые брокерские фирмы или финансовые конгломераты. Между тем именно банки играют главную роль в запуске, передаче и погашении финансовых кризисов. Из чего следует, что пруденциальное регулирование играет важную роль в решении задачи обеспечения макроэкономической стабильности.

Таким образом, остается открытым вопрос о том, какова должна быть модель регулирования и надзора в финансовом секторе, чтобы обеспечить генерацию максимального положительного эффекта для всех субъектов экономики, вовлеченных в него. Опыт такого регулирования различен в странах мира. В зарубежной литературе широко обсуждаются различные модели пруденциального надзора, возможности и ограничения единого руководящего органа, роль центрального банка в условиях консолидации надзора в финансовом секторе на своей платформе. Интерес также представляет исследование, проведенное специалистами МВФ, в рамках которого на основе эмпирических данных получены следующие выводы:

1. Четко выявляются два типа изменений в финансовом надзоре: унификация и использование лучших практик управления, что имеет отрицательную связь с экономической устойчивостью.

2. Качество государственного управления финансовым сектором и степень финансовой либерализации отрицательно связаны с экономической устойчивостью в условиях кризиса.

3. Степень участия Центрального банка в области надзора не оказало существенного влияния на финансовую устойчивость [5].

Последний тезис представляет особый интерес, поскольку долго обсуждавшийся в научных кругах России и среди специали-

стов банковского дела, финансового рынка вопрос о формировании единого финансового надзорного органа (мегарегулятора) приобретает вполне четкие очертания, после того как 24.07.2013 г. Президент РФ В.В. Путин подписал закон о его создании на базе Банка России. Его появление на отечественной финансовой арене влечет за собой перекройку нормативно-правового полотна, которое некоторое время позволяло сосуществовать таким регуляторам, как Банк России и Федеральная служба по финансовым рынкам. Таким образом, определен переход от кросс-секторной к интегрированной модели финансового надзора в России. Если ранее Банк России регулировал деятельность только кредитных организаций, то теперь ему вменена обязанность регулирования страховых и микрофинансовых организаций, кредитных кооперативов, рейтинговых агентств, брокеров и эмитентов, управляющих компаний, биржевых и внебиржевых рынков и контроля за соблюдением закона о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

#### **Макро- и микропруденциальный надзор в финансовом секторе**

Заметим, что сама система финансового надзора России формировалась в условиях трансформации экономической системы, возникновения кризисов (1994, 1995, 1998 гг.) и других институционально-инфраструктурных дисбалансов и дефицитов. В период поступательного развития банковской системы (1999–2008 гг.) осуществлялась работа по совершенствованию финансового надзора, однако основной акцент был сделан на микропруденциальный надзор (объект – отдельные кредитные организации), не сформирована платформа для разворачивания системы макропруденциального надзора, которая позволяла бы минимизировать общесистемные риски банковского сектора. Отличительные характеристики макро- и микропруденциального надзора в финансовом секторе представлены в таблице.

Таким образом, предпосылками к решению вопроса о применении конкретной модели надзора в финансовом секторе являются:

**Глобализация финансового рынка и интенсификация его развития.** Как наиболее развитый с точки зрения интернационализации процесс, она представляет собой углубление финансовых взаимосвязей между странами, увеличение инвестиционных потоков, образование транснациональных финансовых институтов. Привнесенные преимущества глобализации оборачиваются

генерированием новых рисков, которые необходимо своевременно диагностировать, ограничивать и снижать степень уязвимости национальных финансово-кредитных систем, поражение которых способствует

проникновению кризисов. Таким образом, важную роль в регулировании воздействия глобализационных процессов на финансовый сектор играет система макропруденциального надзора.

#### Характеристика макро- и микропруденциального надзора в финансовом секторе

Параметр сравнения	Макропруденциальный надзор	Микропруденциальный надзор
Промежуточная цель	Предотвращение общесистемных финансовых потрясений	Предотвращение несостоятельности отдельных кредитных организаций
Конечная цель	Предотвращение генерирования расходов, детерминированных финансовой нестабильностью банковской системы	Защита потребителей (инвесторов и вкладчиков кредитных организаций)
Характеристика рисков финансового сектора	Эндогенные: детерминируются коллективным поведением	Экзогенные: детерминируются поведением отдельных независимых агентов
Взаимосвязи и общие риски кредитных организаций	Основополагающие факторы	Не учитываются
Меры пруденциального контроля	«Сверху-вниз»: с учетом общесистемных рисков банковского сектора	«Снизу-вверх»: с учетом рисков отдельных кредитных организаций

**Примечание.** Составлено по: Crockett, A. (2000, September 21). Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability. Financial Stability Forum. Basel: BIS; Borio, C. (2003). Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? BIS; Chul, P.Y. (2006).

**Трансформация финансовых организаций в конгломераты**, на базе которых происходит универсализация их деятельности, «гибридизация» финансовых продуктов, их усложнение и распространение по всему миру и **взаимосвязанное, взаимозависимое развитие отдельных видов рынков** на этой основе. Реализация финансовыми конгломератами концепции «финансового супермаркета», деятельность которых не может быть с достаточной точностью отнесена к конкретному сегменту финансового сектора, приводит к переплетению финансовых инструментов, лежащих в основе финансового продукта. Функционирование последних в свою очередь поддерживается также финансовыми процедурами, технологиями и операциями, среди которых секьюритизация активов, операции с различными правами на конкретные активы. Все это, с одной стороны, увеличивает возможности, с другой, усложняет инструментарий привлечения и размещения капитала на финансовых рынках, приводит к взаимному детерминированному развитию рынков, например фондового рынка и рынка недвижимости. Универсализация деятельности финансовых конгломератов провоцирует необходимость совершенствования инструментария регулирования и надзора, перехода от кросс-секторного разделения инструментов управления и контроля

к централизации таких инструментов на платформе единого надзорного органа.

**Модернизация надзора в финансовом секторе, пересмотр целей, задач Центральных банков.**

**Унификация процедур банковского надзора** с ярко выраженным риск-ориентированным компонентом (Базель-2, Базель-3).

Следует подчеркнуть, что опыт России в вопросе регулирования национального финансового сектора не дает, с нашей точки зрения, прочных основ к быстрому «запуску» и достижению высокой эффективности системы макропруденциального надзора. В подтверждение этому имеются по меньшей мере два обстоятельства. Во-первых, Банк России как регулятор банковского сектора практически столетие монополично осуществлял коммерческие операции, а при учреждении и функционировании частных банков выступал их конкурентом. Кроме того, как было указано ранее, в России основное внимание было обращено на решение задач микропруденциального регулирования банковского сектора, в то время как работа по сглаживанию системных рисков не имела высокой актуальности. Это объясняется слабым развитием рынков ценных бумаг, что отражает фрагментарность в пруденциальном регулировании и отсутствие существенного успешного опыта

в нивелировании общесистемных рисков. Во-вторых, финансовый сектор России институционально формируется под экзогенное предложение денег (через финансовые рынки), в то время как большая часть операций по финансированию экономики осуществляется банками, что идентифицируется посредством анализа динамики показателей активов и капитала банковского сектора в процентах к ВВП.

### Заключение

Для построения архитектуры финансового сектора экономики России выбрана англосаксонская модель, ориентированная на финансовые рынки, информационные и поведенческие условия, для функционирования которых в нашей стране недостаточны для адекватного развития. С другой стороны, целевым требованием финансирования экономики России соответствует банковский кредит. Банковская система России по-прежнему является доминирующим институтом национального финансового рынка, выполняя функции эмитента, инвестора, депозитария, расчетного центра и т.д. Вследствие подобного диссонанса в архитектурных процессах и практике финансирования экономики в финансовом секторе России образовались «пустоты» и «разрывы», которые вносят дополнительное возмущение в его нестабильное функционирование.

Не менее важным вопросом является функциональная адекватность информационной инфраструктуры кредитных отношений (ИИКО) в условиях перехода России к интегрированной модели надзора в финансовом секторе на основе мегарегулятора – Банка России. Развитие ИИКО играет особую роль в обеспечении развития самой финансовой системы, поскольку выступает одновременно индикатором и инструментом обеспечения устойчивости ее важного звена – банковской системы. Следует подчеркнуть, что именно функционирование и развитие информационного пространства кредитных отношений лежит в основе необходимости участия государства в регулировании финансового сектора.

### Список литературы

1. Трахтман Д.П. Мировой финансовый кризис и финансовое право: Вторичные эффекты, субсидиарность, фрагментация и сотрудничество // Журнал международного экономического права / Издательство Оксфордского университета. – 2010. – С. 719.
2. Чул П.Ю. На пути к макропруденциальной основе финансового надзора и регулирования // БИС. – 2006. – С. 10.
3. Гудхарт С.А.Е., Хартманн П., Ллевеллин Д.Т., Рохас-Суарес Л. и Вайсброд С. Финансовое регулирование: почему, как и где сейчас? // Рутледж. – Лондон, 1998.
4. Крокетт А. Расширение связи микро- и макропруденциальной финансовой устойчивости // Форум по финансовой стабильности. – Базель: БИС: сайт. – URL: <http://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>.
5. Машандеро Д., Пэнсини П.Б., Квентин М. Экономический кризис: Какое значение финансового надзора? – Вашингтон, округ Колумбия: Международный Валютный Фонд, 2011.
6. Отчет о глобальной финансовой стабильности. – Вашингтон, округ Колумбия: Международный Валютный Фонд, 2012.

### References

1. Trachtman J.P. The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and Cooperation // Journal of International Economic Law, Oxford University Press, 2010. 719 p.
2. Chul, P.Y. Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? // BIS, 2006. 10 p.
3. Goodhart, C.A.E., Hartmann P., Llewellyn D.T., Rojas-Suarez L. and Weisbrod S. Financial Regulation: Why, How and Where Now? // Routledge, London, 1998.
4. Crockett A. Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability. Financial Stability Forum // Basel: BIS. URL: <http://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>.
5. Masciandaro D., Pansini R.V., Quintyn M. The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter? // Washington, DC: International Monetary Fund, 2011.
6. Global financial stability report // Washington, DC: International Monetary Fund, 2012.

### Рецензенты:

Мокров Г.Г., д.э.н., профессор кафедры «Экономика и финансы», АНО ВПО «Евразийский открытый институт», г. Москва;

Клевцов В.В., д.э.н., доцент кафедры «Экономическая теория и инвестирование», ГБОУ ВПО «Московский государственный университет экономики, статистики и информатики», г. Москва.

Работа поступила в редакцию 06.03.2014.