

**Федеральное государственное образовательное бюджетное
учреждение высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»
Ярославский филиал**

**Кладова А.А.
Проскурнова К.Ю.
Ермоленко М.О.**

**ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ
ФИНАНСОВОГО РЫНКА
В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Учебное пособие

Ярославль 2019

УДК 336.025
ББК 65.050
К 47

Рецензент:

Д.С. Вахрушев, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры «Финансов и кредита» федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова».

К47 Кладова А.А. Государственное регулирование финансового рынка в современной экономике: учебное пособие [Текст] / канд. эконом. наук Кладова А.А., канд. эконом. наук Проскурнова К.Ю., Ермоленко М.О. – Ярославль: Канцлер, 2019. – 97 с.

ISBN 978-5-6043284-2-2

В учебном пособии раскрываются теоретические основы государственного регулирования экономики в условиях фиаско рынка, рассматривается финансовый рынок как ядро финансовой системы, освещаются современные подходы к государственному регулированию финансового рынка, дается характеристика основным моделям такого регулирования.

Пособие предназначено для студентов, изучающих дисциплины «Финансы», «Рынок ценных бумаг», «Финансовые рынки», обучающихся по направлению подготовки бакалавриата 38.03.01 «Экономика».

УДК 336.025
ББК 65.050

© А.А. Кладова, 2019
© К.Ю. Проскурнова, 2019
© М.О. Ермоленко, 2019
© Ярославский филиал
Фининиверситета, 2019

Оглавление

1. Государство в современных экономических системах	4
1.1 Рынок и государство.....	4
1.2 Фиаско рынка и фиаско государства	8
1.3 Механизм государственного регулирования экономики	11
Задания к главе 1	15
2. Основы государственного регулирования финансового рынка	20
2.1 Финансовая система государства: структура и функции	20
2.2 Финансовый рынок как элемент финансовой системы	25
2.3 Финансовые посредники	30
2.4 Финансовые инструменты	34
2.5 Классификация финансовых рынков.....	38
2.6 Основные подходы к регулированию финансового рынка.....	41
2.7 Макропруденциальная политика — новая парадигма регулирования финансового рынка	44
Задания к главе 2.....	54
3. Особенности макропруденциального регулирования российского финансового рынка.....	71
3.1 Структура и текущее состояние российского финансового рынка... 71	
3.2 Мегарегулятор - модель регулирования российского финансового рынка	74
3.3 Инициативы участников российского финансового рынка по совершенствованию его регулирования.....	77
Задания к главе 3	89
Итоговые проверочные задания.....	92
Ответы к проверочным заданиям.....	96

1. Государство в современных экономических системах

1.1 Рынок и государство

Развитой и гибкий рыночный механизм считается основой эффективного функционирования экономических систем. Доминирующее положение в рыночной экономике занимает частный сектор. Оперирующие в пределах этого сектора фирмы производят и реализуют товары и услуги, причем каждая из фирм действует автономно и руководствуется в своих действиях интересами своих собственников.

Роль координатора экономических процессов не персонифицирована. Эту роль выполняет рынок за счет того, что складывающиеся на нем цены в концентрированном виде содержат ключевую информацию о текущих условиях производства и потребления. Частные лица и фирмы действуют согласованно постольку, поскольку воспринимают и рационально используют одну и ту же информацию. Соответственно, субъекты рынка взаимодействуют по большей части косвенно и неосознанно, внося вклад в формирование спроса и предложения и, таким образом, влияя на движение цен, которое, в свою очередь, определяет их поведение. Непосредственное и осознанное взаимодействие происходит в форме рыночных сделок, в которые вступают добровольно в тех случаях, когда сделка представляется выгодной всем ее участникам.

Тем не менее, не все взаимодействия в рыночной экономике носят добровольный характер. Отсутствие добровольности, то есть принуждение, означает, что некоторые из технически осуществимых вариантов поведения, воспринимаемых индивидом в качестве выгодных, оказываются недоступными. Простейший пример отсутствия добровольности в рыночном взаимодействии – это уплата налогов. Принуждение, не ограничиваясь запретами на желательные действия, зачастую включает императивное побуждение к нежелательным действиям. Следовательно, в экономическом смысле принуждение представляет собой вмешательство в экономическое поведение индивидов и фирм, что ограничивает спектр достижения ими максимальной экономической выгоды.

На первый взгляд, эффективное функционирование экономики несовместимо с использованием принуждения. Между тем именно узаконенная способность к принуждению (власть, право налагать обязательства) составляет, с точки зрения экономической теории, определяющую особенность государства (аналогично тому, как добровольность взаимодействия характеризует рынок).

Государство наряду с рынком представляет собой второй ключевой компонент любой современной экономики. Одним из фундаментальных вопросов, возникающих в ходе изучения эволюции экономических систем, является вопрос о том, насколько необходимо и оправданно активное вмешательство государства в рыночный механизм. Или, иными словами, когда индивидам следует отказаться от индивидуальных рыночных (и добровольных) решений по поводу приобретения благ, распоряжения своими ресурсами и предоставить государству право принимать эти решения?

По мере развития экономической мысли различными школами и учениями обосновывались разные объективные причины вмешательства государства в рыночный механизм. Рассмотрим те концепции, которые создали традицию рассмотрения экономики и государства именно в таком ключе.

1. Концепция классической и неоклассической школы, развивая идею эффективного функционирования рыночного механизма, надолго утвердила в экономической теории идею о свободной от государства рыночной системе. Именно такая «рыночная идеология» лежит в основе большинства исследований экономики.

В основу методологии анализа экономики классической школы (Адам Смит, Жан-Батист Сэй, Давид Рикардо и др.) заложен принцип «невидимой руки» и подход к поведению индивида как «человека экономического», то есть эгоиста, стремящегося к достижению личных целей. Это позволяет рынку работать эффективно и увеличивать благосостояние не только отдельного индивида, но и всего общества. По этой причине вмешательство государства в рыночный механизм может приводить к изменению экономических решений участников рынка, ограничению возможностей и в итоге — к потерям эффективности.

Следовательно, основная роль государства в экономике — обеспечение стабильной инфраструктуры: для бесперебойного функционирования рыночной системы государство должно создать определенные условия.

Развитие взглядов классической школы на роль государства продолжилось в неоклассической школе (Леон Вальрас, Альфред Маршалл, Джон Бейтс Кларк, Артур Пигу и др.), которая называет следующие виды инфраструктуры, где требуется государственная активность:

- *финансовая инфраструктура*. Здесь речь идет, прежде всего, об обеспечении стабильного денежного обращения и о развитой кредитной

банковской системе. Если первое означает допущение лишь незначительной инфляции в стране, то второе предполагает создание условий для превращения сбережений населения в инвестиции;

- *производственная инфраструктура.* В условиях совершенствования технологий технологические барьеры входа на рынок растут, а значит, снижаются возможности появления новых фирм на рынке. Это приводит к формированию монопольных рыночных структур или отсутствию заинтересованности со стороны частного бизнеса в финансировании крупных объектов. Именно поэтому государство в ответ на такие угрозы должно проводить антимонопольную политику или формировать концессии как объединения крупных фирм, банков и самого государства для реализации совместного капитального проекта, как правило, социального значения (например, строительство мостов, дорог и т. п.);

- *социальная инфраструктура.* Государство должно создать условия для восстановления человеческого фактора. Здесь могут быть как нормативы в отношении регламента трудового времени, выходных, отпуска, так и различные пособия населению.

Таким образом, роль государства сводится к созданию условий для эффективной работы рынка. По мнению классиков экономической мысли, государство должно активизироваться только при возникновении кризисов. Но поскольку они считали сами кризисы временным явлением и опирались на возможность рыночного механизма самому выйти из кризиса, то вмешательство государства и здесь предполагалось в ограниченных масштабах.

2. Великая экономическая депрессия 30-х гг. XX в. обозначила кризис идей классической школы политэкономии, в том числе потребовала пересмотра роли государства в экономике. **Институциональное** (Торстейн Веблен, Джон Кеннет Гэлбрейт, Уэсли Митчелл и др.), а позднее и **неоинституциональное направление** экономической мысли (Рональд Коуз, Оливер Уильямсон, Дуглас Норт и др.) предложили свое понимание участия государства в экономической жизни страны.

Концепция «трех факторов» институциональной школы. Методологической основой данной концепции послужил подход к рассмотрению государства через призму трех факторов, а именно: в экономических терминах «спрос», «предложение», «эффективность». Используя первый фактор, то есть категорию «спрос», можно обозначить потребности общества в государственном участии в экономике страны.

Так, рост спроса на услуги государства может быть вызван следующими причинами:

- изменение демографической ситуации в направлении увеличения пенсионных групп (старение населения);
- рост доходов населения;
- рост социальных болезней;
- рост общественных потребностей (например, потребности в безопасности);
- предубеждение о том, что услуги государства дешевле, чем услуги частного сектора.

Отвечая на эти потребности, государство будет проводить соответствующую политику, вмешиваясь в механизм рыночного функционирования.

Используя второй фактор, можно обозначить предложение государственных услуг. В этом смысле под ростом предложения, как правило, понимается стремление государственного аппарата к расширению. В основе роста предложения государственных услуг в этом значении лежит поиск «политической ренты» участников политического процесса. Под политической рентой, в свою очередь, понимается создание дополнительного дохода с помощью политических институтов.

Используя категорию «эффективность» в качестве третьего фактора, можно оценивать соответствие масштабов присутствия государства в экономике ее текущим потребностям. В случае выявления такого несоответствия, то есть неэффективности государственного сектора, актуальным становится вопрос об изменении масштабов государственного присутствия в экономике (в большую или меньшую сторону). Здесь имеют место два противоположных взгляда, один из которых предложен экономистами, а второй — политиками.

Логика экономистов состоит в том, что, если какой-то институт показывает неэффективность своей работы, его следует заменить (дополнить) альтернативным институтом. А значит, речь идет о разгосударствлении экономики и процессах приватизации.

Альтернативным является подход, предполагающий диаметрально противоположный вывод. Суть его в том, что государство недостаточно эффективно работает по причине отсутствия ряда полномочий и рычагов для более эффективного мониторинга, контроля и т.п. Следовательно, в целях роста эффективности необходимо расширить полномочия государства, а значит, увеличить степень участия государства в экономике.

Концепция «достойных потребностей» Ричарда Масгрейва.

Согласно подходу Масгрейва многие потребности человека можно поделить на «достойные» (merit) и «недостойные» (dismerit), с точки зрения их общественной значимости. В связи с этим товары, удовлетворяющие достойные потребности, можно назвать «хорошими» (merit goods), а те товары, которые направлены на удовлетворение недостойных потребностей, будут «дефектными» (dismerit goods).

Вместе с тем рыночный механизм не дает сигналов и инструментов для должного регулирования производства и потребления «хороших» и «дефектных» товаров в целях общественной морали. Поэтому такую функцию берет на себя государство, которое будет поощрять производство и потребление «хороших» товаров и ограничивать производство и потребление «дефектных» товаров. Это может осуществляться путем софинансирования и субсидирования «хороших» товаров, прямых запретов на производство, продажу, потребление «дефектных» в определенных местах, введение дополнительных сборов (акцизов) на продажу товаров второй группы; проведение социальной рекламы или антирекламы.

Отличные примеры иллюстрации концепции Масгрейва — это политика в отношении образования, физической культуры и массового спорта, табачной продукции, алкоголя, азартных игр.

Таким образом, приведенные концепции задают минимально необходимые и максимально допустимые границы вмешательства государства в экономику. Следует, однако, следить, чтобы государственная политика не заблокировала работу рынка, ослабив экономические принципы поведения агентов.

1.2 Фиаско рынка и фиаско государства

Особое значение среди прочих концепций пределов вмешательства государства в рыночный механизм имеет **концепция «фиаско рынка»**. Здесь речь идет о том, что рынок может находиться в состоянии равновесия, которое не является желательным (оптимальным) для экономики. И сигналов, механизмов для того, чтобы уйти из равновесия в новое оптимальное состояние, рынок не порождает. Для описания такой ситуации вводится понятие «фиаско (провалы) рынка».

Фиаско (провалы) рынка (market failure) — ситуация, при которой рынок не в состоянии координировать процессы экономического выбора

таким образом, чтобы ресурсы были распределены эффективно и использовались полностью.

Отправной точкой анализа экономической ситуации служит идеальная конструкция, которой оперирует классическая школа экономической мысли. Далее взгляд на экономические реалии дает основание говорить о том, что использовать классические модели идеального рыночного механизма в целях анализа экономической жизни не всегда представляется возможным. Более того, в целях повышения эффективности требуется вмешательство государства. В таблице 1 приведены основные идеальные рыночные конструкции и необходимые государственные способы для корректировки реальной рыночной системы.

Таблица 1 - Государственное вмешательство для устранения «провалов рынка»

Исходные посылки	Действительность («провалы рынка»)	Экономическая активность государства
Совершенная конкуренция	Естественные монополии. Рациональное поведение субъектов рынка приводит к созданию рыночных монополий	Меры по предотвращению саморазрушения рынка: <ul style="list-style-type: none"> • антимонопольная; политика; • тарифная политика; • государственная собственность.
Полнота рынков	Отсутствие рынков на какие-либо блага (как правило, общественные)	Производство общественных благ (национальная оборона, инфраструктура и т.д.)
Полнота информации	Информационная асимметрия	Производство информации как общественного блага
Цель - эффективность	Эффективность даже в условиях нулевых доходов индивидов. Безразличие к проблеме социальной справедливости	Социальная политика
Равномерное территориальное развитие	Чрезмерная дифференциация регионов страны	Выравнивающая экономическая политика (трансферты из центра, выравнивающие налоги, гранты, создание свободных экономических зон и т.д.)

Логика концепции «фиаско рынка» широко используется при анализе общественного сектора: сначала рассматриваются экономические ситуации, делается вывод об эффективности либо неэффективности рыночного механизма. В связи с этим определяются направления вмешательства государства и выбираются инструменты государственного регулирования для устранения рыночных «провалов».

Государственное вмешательство в функционирование рынка целесообразно только в условиях «провалов» рынка. Последствия государственного вмешательства могут означать рост эффективности и, как следствие, устранение этих провалов. Однако гарантии того, что государство обеспечит экономическую эффективность и социальную справедливость, в обществе нет. В основе государственного механизма могут быть также заложены некие отклонения от общественного оптимума. Это дает основание говорить о феномене **«фиаско государства» (фиаско правительства)**.

Фиаско государства (фиаско правительства, government failure) - ситуация, при которой вмешательство государства в экономику не обеспечивает эффективного размещения ресурсов, а также соответствия политики распределения принятым в данном обществе представлениям о справедливости. Характерными примерами фиаско государства являются следующие ситуации:

1) дефицит доступной информации. Как правило, государство лучше справляется с перераспределением информации в рамках преодоления информационной асимметрии, чем с неуклонным наращиванием ее объема. Во многом это обусловлено сокрытием значительных объемов производимых в обществе товаров и услуг в недрах теневой экономики. Правительственные решения могут приниматься часто при отсутствии надежной статистики, учет которой позволил бы принять более правильное решение. Более того, наличие мощных групп с особыми интересами, активного лобби, мощного бюрократического аппарата приводит к значительному искажению даже имеющейся информации;

2) неспособность государства в достаточной мере контролировать реакцию населения на свои действия. Несмотря на значимость государственного сектора в экономике, лидирующее положение, как уже упоминалось выше, имеет частный сектор. Субъекты частного сектора имеют различные (зачастую противоположные) интересы и цели, вследствие чего часто реагируют отнюдь не так, как предполагало правительство.

Их действия сильно изменяют смысл и направленность предпринятых правительством акций (или законов, одобренных органом законодательной власти). Мероприятия, осуществляемые государством, вливаясь в общую структуру, часто приводят к отличным от первоначальных целей последствиям. Поэтому конечные результаты действий государства зависят не только, а нередко и не столько от него самого. В связи с этим любая форма вмешательства государства в экономику в целях устранения фиаско рынка не способна полностью преодолеть его, не создав одновременно негативных побочных последствий;

3) несовершенство политического процесса, которое проявляется в форме лоббизма, слабого влияния оппозиционных партий, нарушения системы сдержек и противовесов между различными ветвями государственной власти.

В реальной жизни возможно одновременное существование как фиаско рынка, так и фиаско правительства. Зачастую попытки общества скорректировать первые приводит к усилению проявления вторых. Принято считать, что расширение масштабов вмешательства государства в экономику является оправданным до тех пор, пока вызванные этим издержки (фиаско государства) не превысят потерь, связанных с проявлением тех или иных фиаско рынка.

1.3 Механизм государственного регулирования экономики

Регулирование рыночной экономики представляет собой комплексную систему мер, предпринимаемых фирмами, государством, межгосударственными организациями в целях упорядочения рыночных отношений и минимизации отрицательных последствий действия рыночного механизма саморегулирования при сохранении его основных преимуществ. Регулирование, как правило, осуществляется на макроуровне посредством воздействия на совокупные спрос и предложение и, следовательно, на общий уровень цен, занятость, темпы экономического роста. Тем не менее, на микроуровне также реализуется ряд мер государственного регулирования: например, меры антимонопольной политики государства.

Предпринимаемые на макро- и микроуровне меры регулирования экономики в совокупности представляют собой экономическую политику. Основным теоретик экономической политики Вальтер Ойкен понимал под экономической политикой осознанные действия

государственных институтов, нацеленные на изменение сложившейся экономической системы, корректировку тех или иных объективно протекающих в ней процессов. В современной действительности экономическая политика в любом из ее разнообразных проявлений предполагает распространение макроэкономического воздействия политических структур на национальное хозяйство.

Механизм государственного регулирования экономики включает в себя такие элементы, как ресурсы, объекты, субъекты, формы, методы и инструменты регулирования.

Ресурсы государственного регулирования экономики включают в себя:

- государственные финансы;
- государственный сектор экономики;
- денежную массу, контролируемую центральным банком страны;
- законодательное право;
- возможность сбора и обработки информации.

В различных странах данный универсальный перечень может дополняться специфическими ресурсами, присущими конкретному государству в конкретных исторических условиях его существования. Применительно к современной российской экономической действительности ресурсы государственного регулирования могут также включать в себя принадлежащие государству недра, контролируемые государством естественные монополии и ряд иных.

Перечень **объектов государственного регулирования экономики** весьма обширен и включает в себя, в частности:

- экономические (или политико-экономические) циклы;
- совокупный спрос;
- совокупное предложение;
- денежное обращение;
- уровень цен;
- занятость;
- доходы населения;
- инвестиционную активность;
- темпы социально-экономического развития;
- внешнеэкономические связи и др.

В круг **субъектов государственного регулирования** включаются органы трех ветвей власти (законодательной, исполнительной, судебной), объединенные в иерархическую систему. В большинстве государств

лидирующую роль в государственном экономическом регулировании играют органы власти, реализующие фискальную и монетарную политику. Тем не менее, в последние годы все большее значение приобретает реализация мер экономической политики государства посредством делегирования части функций и полномочий иным - как правило, квазигосударственным или негосударственным - институтам. Такими институтами могут быть различные объединения, ассоциации, профессиональные союзы, общественные движения. При условии надлежаще отлаженного механизма передачи части функций государства подобным структурам оно освобождается для более эффективного решения других задач (например, задач по социальному корректированию и социальной защите).

Все практическое многообразие **форм регулирования** современной экономики можно классифицировать на четыре ключевых типа:

- конкурентно-рыночная форма;
- корпорационная форма;
- государственная форма;
- межгосударственная форма.

Характеристика **методов государственного регулирования экономики** обычно предполагает деление их на косвенные (преимущественно экономические) и прямые (преимущественно властные, административные). Административные методы, как правило, ограничивают экономическую свободу и связаны с высокой степенью принуждения, опирающейся на силу государственной власти. Экономические методы, напротив, связаны с расширением свободы выбора.

Это довольно условное деление, поскольку на практике практически любое проявление экономической политики содержит в себе элементы обеих категорий. При этом в ряде сфер экономической жизни административные методы не только характеризуются большей эффективностью, но и предполагают сокращение рыночных потерь для всего государства. Неотъемлемое от применения административных методов принуждение опасно не само по себе, а только в тех случаях, когда оно не имеет под собой экономического обоснования. Пропорция прямых и косвенных методов, применяемых в конкретном государстве, не является фиксированной. Она зависит от сложившейся в тот или иной момент ситуации и может динамично подстраиваться под потребности экономики. Так, в условиях кризисов роль административных методов воздействия становится ведущей.

К числу инструментов государственного регулирования рыночной экономики следует отнести следующие:

- налоговые льготы и финансовые санкции;
- государственные инвестиции и субсидии;
- инструменты монетарной политики;
- система государственного заказа;
- прямое управление предприятиями, находящимися в государственной собственности;
- национальные проекты и др.

Выбор оптимального для конкретной экономической ситуации на том или ином рынке сочетания описанных выше элементов традиционно является предметом дискуссии и определяется в зависимости от концепций, положенных в основу экономической политики соответствующего государства.

Источники

1. Дьячкова А.В. Экономика общественного сектора: [учеб. пособие] / А.В. Дьячкова; М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. федер. ун-т. — Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2016. — 166 с.

2. Капканщиков С.Г. Государственное регулирование экономики: учебное пособие / С.Г. Капканщиков. - 5-е изд., стер. - М.: КНОРУС, 2013. - 520 с.

Контрольные вопросы

1. Что означает термин «фиаско рынка»?
2. Приведите пример ситуации, в которой спрос на услуги государства (в рамках концепции «трех факторов» институциональной школы) может снизиться.
3. Какие проявления фиаско государства наблюдаются в современной российской экономике?
4. Какие ресурсы для осуществления экономической политики имеются в распоряжении современных государств?
5. В каких сферах экономики использование административных методов государственного регулирования является наименее экономически оправданным?

Темы рефератов

1. Экономическая политика государства в теории Вальтера Ойкена
2. Классическая и кейнсианская модели взаимодействия государства и рынка
3. Экстерналии в современной российской экономике
4. Налоги и субсидии Пигу: практическое применение в мировой практике

Задания к главе 1

1. На основании информации, представленной в главе 9 «Изысканное бегство от реальности» (выдержки) книги Дж. К. Гэлбрейта «Экономика невинного обмана: правда нашего времени», выявите, что можно отнести к фиаско рынка, а что - к фиаско государства.

«IX. ИЗЫСКАННОЕ БЕГСТВО ОТ РЕАЛЬНОСТИ»¹

Перейдем к наиболее чтимому виду обмана и наиболее изысканному бегству от реальности. Я уже не раз говорил, что движение современной экономической системы от хороших времен к плохим и спустя какое-то время в обратном направлении - от плохих времен к хорошим – предсказать невозможно. Экономический бум, надуваемый финансовый пузырь и инфляция вызывают снижение объемов производства, рост безработицы, сокращение доходов, приводят к установлению стабильных, но более низких цен. Спустя некоторое время в экономике наступает оживление: увеличивается занятость, растут доходы, появляется инфляция, а если ее нет, то разговоры о ней.

В Соединенных Штатах ограничивать безработицу, падение производства и инфляционный риск призвана Федеральная резервная система, которая исполняет роль Центрального банка. В течение многих лет ею руководит из Вашингтона весьма авторитетный председатель – Алан Гринспен. И этот институт, и его руководитель — это заготовленный ответ на бум и инфляцию, рецессию или депрессию, сопровождающиеся падением производства, снижением финансовой и экономической активности, неблагоприятной экономической ситуацией и ростом безработицы. Предполагалось, что меры, которые ФРС проводит в жизнь для стабилизации экономической ситуации, являются наиболее приемлемыми и экономически целесообразными на данный момент. Однако эти меры явно неэффективны. Они не решают тех проблем, которые призваны решать: рецессия и безработица, или бум и инфляция, продолжаются. И в этом заключается, как оказалось, наиболее чтимая и наиболее очевидная форма обмана.

Ложно положительная репутация ФРС зиждется на мощи и авторитете банков и банкиров и на магической силе денег - именно они поддерживают и обеспечивают деятельность ФРС и ее членов - входящих в нее банков. Если в период рецессии Центральный банк понижает процентную ставку, банки - члены также снижают ставку для своих клиентов, что стимулирует последних брать деньги в долг.

¹ Гэлбрейт Дж.К. Экономика невинного обмана: правда нашего времени. – М.: Идательство «Европа», 2009.

Следовательно, производители будут создавать товары и услуги, приобретать здания, машины и оборудование, которые они смогут теперь себе позволить и с помощью которых они смогут теперь делать деньги. Как результат потребление, стимулируемое дешевыми кредитами, будет увеличиваться. Экономика будет реагировать, и рецессия прекратится. Если же происходит бум и появляется угроза инфляции, то повышение Федеральной резервной системой уровня процентной ставки для банков - членов ведет к увеличению процентных ставок по кредитам. Такая мера сдерживает капиталовложения и займы потребителей, противодействует излишнему оптимизму, ограничивает рост цен и таким образом защищает от инфляции.

...

Коммерческие компании берут деньги в долг только в том случае, если они могут получить прибыль от их использования, а вовсе не потому, что им предложили низкую процентную ставку по кредиту. Так, в 2003 году, во время рецессии, учетная ставка ФРС была снижена примерно в двенадцать раз. Снижение ставки решительно одобрялось как глубокомысленная и эффективная мера противодействия рецессии - такого мнения придерживались как широкие слои общества, так и специалисты. Как, мол, хороша эта простая, безболезненная, свободная от политики и находящаяся в руках ответственных и уважаемых профессионалов и общественных деятелей схема. Нет ни лишних споров, ни бессмысленной полемики - но и какого-либо примечательного экономического результата тоже нет.

...

С 1913 года, когда полностью сформировали Федеральную резервную систему, был накоплен достаточный опыт по борьбе с инфляцией, и особенно с глубоким и непредсказуемым экономическим спадом. За два года, в течение которых США участвовали в Первой мировой войне, цены удвоились - но недавно учрежденный Центральный банк не предложил каких-либо чудодейственных мер. В 1920-х годах Флориду, а затем и Уолл-стрит захлестнула волна безудержной спекуляции, имевшей крайне разрушительные последствия, - но ФРС так и не выработал сколь-либо эффективной политики ее сдерживания. Затем наступило десятилетие Великой депрессии - и в очередной раз ни Вашингтон, ни ФРС не предприняли действий, способных оживить экономику. Проблема обсуждалась на всех уровнях, но результата не было. Дефляция и депрессия продолжались.

В годы Второй мировой войны возможность возникновения инфляции вызывала серьезные опасения, поскольку предыдущий опыт военного времени свидетельствовал о существовании такой угрозы. Однако в действительности инфляция жестко контролировалась, и потому каких-либо неприятных воспоминаний о себе она не оставила - историки не обратили на этот вопрос внимания. Столь положительный результат - инфляция в военные годы была более чем незначительной - был достигнут благодаря тому, что, принимая меры, руководствовались исключительно опытом, полученным в предыдущую военную кампанию, и не возлагали надежд на Федеральную резервную систему. В то поистине тяжелое время экономическая политика не могла основываться на надежде или мифических представлениях экономистов. Как человек, который в те годы отвечал за ограничение инфляции (я занимал пост заместителя руководителя и ведал вопросами регулирования ценовой политики в Управлении по регулированию цен, таким образом, я имел непосредственное отношение к мерам, направленным на противодействие инфляции), я разделяю убеждение, что Федеральная резервная система была бесполезной. И это действительно так.

...

Мастерство председателя Гринспена и прочно укоренившаяся вера во все, что касается денег, настолько высоки, что «Фед», как трогательно именуют Федеральную резервную систему, будет получать кредиты, даже если - и когда - экономика полностью восстановится. Факт остается фактом: в хорошие времена более высокие процентные ставки не способны снизить объемы производственных капиталовложений; повышение процентных ставок не оказывает существенного влияния; перспектива получения большей прибыли - вот что имеет значение. В свою очередь во времена рецессии или депрессии основным фактором, контролирующим объемы капиталовложений, является перспектива снижения прибыли. При более низких процентных ставках ипотечные кредиты рефинансируются; общая сумма денег, выданных заемщикам, довольно невелика, и таким образом часть из них может быть сохранена. Общий экономический эффект отсутствует вообще либо весьма незначителен.

Применяя меры, призванные сдерживать инфляцию, Федеральная резервная система должна действовать с особой осторожностью - не должно создаваться мнения, что эти меры угрожают экономическому благополучию. Если - и когда - вновь наступает экономический спад, то основными определяющими силами, и это будет показано ниже,

становятся уровень потребительских расходов и объем производственных капиталовложений, влияние Центробанка на которые минимально, поскольку коммерческие предприятия реагируют в первую очередь на снижение продаж, а ФРС в них не играет решающей роли. Это только в мире невинного обмана ФРС контролирует потребительские расходы населения и производственные расходы предпринимателей...».

2. На основе характеристики китайской модели государственного регулирования экономики, представленной Го Линем в статье «Китайская модель государственного регулирования экономики», определите, что является объектом и субъектом государственного регулирования китайской экономики, какие ресурсы, методы и инструменты государственного регулирования используются. К какой форме регулирования можно отнести китайскую модель? Почему?

Характеристика китайской модели государственного регулирования экономики²

Принципы	Характеристика
Относительная открытость экономики	Китай относится к странам, успешно адаптирующимся к процессам глобализации. Государственное управление экономикой сочетается с относительной открытостью рынков и активным использованием реализуемых государственных программ. Реализуя этот принцип государственного управления КНР, во-первых, остается верна своим стратегическим целям, а во-вторых, способна влиять на международные рынки.
Сочетание свободного рынка и плановой экономики	Принятие решений на государственном уровне в КНР в большинстве случаев осуществляется путем разработки и реализации долгосрочных программ. При разработке государственных программ приоритет отдается интересам всего государства, а экономическая деятельность на внутренних рынках стимулируется индивидуальной выгодой. Для устранения противоречий в обществе разработан эффективный механизм рыночного регулирования, дополняемый единым плановым регулированием.
Реформирование действующего институционального строя	При реформировании государственной системы управления власти не устранили фундаментальных основ политического устройства, а попытались сохранить прежнюю систему, постепенно дополняя её новыми институтами.
Глобальное	Успех экономических реформ в Китае обуславливается их

² Го Линь. Китайская модель государственного регулирования экономики // Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития: материалы XXIII Международной научно-практической конференции, Новосибирск, 16 декабря 2015 г. / под общ. ред. С.С. Чернова. – Новосибирск: Издательство ЦРНС, 2015. – С. 29–33.

лидерство и благосостояние каждого	последовательным исполнением и социальной направленностью. Для реализации социальной направленности реформ органами государственного управления была реализована 15-летняя программа 1996–2010 гг., которая позволила достичь существенных результатов в социальном развитии. Развитие экономики Китая обусловлено исследованием программами научно-технического прогресса, а итоги научно-технической революции оказали влияние на развитие всего народного хозяйства КНР. Так, в период 2000-2010 гг. национальный доход Китая удвоился. Это определило рост благосостояния населения. После 2010 г. китайская экономика продолжила свой рост путем реализации программ модернизации и внедрения инноваций.
Целевые установки и ориентиры развития страны	В 2003 г. властями разработана программа социально-экономического развития страны до 2020 г., направленная на создание инфраструктуры, обеспечивающей к 2050 г. полную модернизацию экономики Китая, которая позволит достичь высокого демократического и цивилизованного уровня. Новый период индустриализации экономики Китая должен стать ключевым поворотом от ресурсоемкого производства к высокотехнологичному и наукоемкому ресурсосберегающему способу производства, что позволит существенно улучшить экологическую ситуацию в стране. По прогнозам к 2020 г. удельный вес индустрии услуг в общем объеме ВВП страны составит 50-60%. Рядом специалистов выдвигаются теории, что к 2050 г. программа модернизации Китая должна быть завершена, и Китай станет ключевой страной на международном уровне. Проводя политику модернизации производительного потенциала страны, власти Китая стремятся развивать собственные инновации и хозяйство, увеличивать квалификацию трудовых ресурсов.
Сбалансированное социально-экономическое развитие	Рост китайской экономики был преимущественно экстенсивным, ресурсоемким, наносящим ущерб окружающей среде. После XVIII съезда КПК властями ставилась задача изменения данной модели развития на интенсивное направление. В рамках концепции «пяти балансов»: развития города и села, регионов; экономики и социальной сферы; общества и окружающей среды; внутреннего развития рынков и внешней открытости.
Глобализация и национальная специфика	Особенностью государственного управления экономикой Китая является его крепкий культурный фундамент, который сформировался на основе традиционной древней культуры и ее национальных особенностей. Национальная специфика, особенности менталитета нации и конкретные социально-экономические условия позволяют поддерживать стабильность экономического развития.

2. Основы государственного регулирования финансового рынка

2.1 Финансовая система государства: структура и функции

Финансовой системе государства, как и любой другой комплексной экономической категории, может быть дано множество определений в зависимости от того, какого из существующих в экономической науке подходов придерживаться. Одним из таких подходов является структурный, в рамках которого категория определяется через характеристику входящих в нее элементов. С этой точки зрения, под *финансовой системой* следует понимать совокупность трех взаимосвязанных и взаимозависимых компонентов:

- *финансовых рынков*;
- *финансовых институтов* (финансовых посредников);
- *финансовых регуляторов* (регуляторов финансовых рынков).

Финансовая система играет ключевую роль в экономике, стимулируя экономический рост, влияя на экономический результат основных субъектов рынка и, тем самым, определяя общий уровень благосостояния. Это становится возможным благодаря наличию инфраструктуры, посредством которой субъекты, располагающие финансовыми ресурсами (как правило, в фондовой форме), распределяют эти ресурсы между другими субъектами. Последние, как правило, имеют возможность более эффективного инвестирования этих ресурсов, чем их изначальные собственники. Таким образом, финансовая система обеспечивает более эффективное распределение ресурсов в экономике, устраняя информационную асимметрию между теми, кто обладает финансовыми ресурсами, и теми, кому необходимы эти ресурсы.

На рисунке 1 схематически представлена финансовая система, интерпретируемая в соответствии с данным подходом.



Рисунок 1. Финансовая система в рамках структурного подхода

Структурно-функциональный, несколько более сложный, подход к определению сущности финансовой системы предполагает объединение характеристик ее структуры и функций. В рамках такого подхода под *финансовой системой* понимают совокупность механизмов, опосредующих предоставление займы и заимствование фондов нефинансовыми субъектами, и деятельности финансовых посредников, обеспечивающих каналы для распределения данных фондов, в целях создания в экономике дополнительных денег, а также рынков ценных бумаг и производных финансовых инструментов для эффективного установления цены на финансовые ресурсы и их распределения.

Если придерживаться структурно-функционального определения, то в состав финансовой системы государства следует включать уже не три, а шесть элементов:

- *кредиторы и заемщики*, то есть нефинансовые экономические субъекты, которые предоставляют финансовые ресурсы в долг и, соответственно, заимствуют их;

- *финансовые посредники*, которые обеспечивают осуществление процессов кредитования и заимствования, занимая позицию между кредиторами и заемщиками в экономике;

- *финансовые инструменты* (рыночные и нерыночные), которые предназначены для удовлетворения потребностей участников процессов кредитования и заимствования;

- *создание денег в экономике* при необходимости, которое, как правило, становится возможным благодаря деятельности банков;

- *финансовые рынки*, то есть совокупность институтов и механизмов, обеспечивающих выпуск и торговлю финансовыми инструментами;

- *установление цены*, то есть определение цены капитала и цены денег / долговых обязательств (процентной ставки).

Описанные выше шесть элементов составляют сущность, ядро финансовой системы в рамках данного подхода. Тем не менее, эффективное функционирование финансовой системы предполагает наличие ряда дополнительных элементов. К ним, в частности, относят:

- *брокеров и дилеров*, то есть участников обменных операций и / или финансовых посредников, содействующих торговле финансовыми инструментами;

- *управляющие организации* (организации, управляющие фондами финансовых ресурсов), то есть юридические лица или структурные

подразделения организаций - финансовых посредников, которые выполняют функции по управлению фондами в интересах доверителей;

- *обменные финансовые операции*, которые делают возможной деятельность брокеров и дилеров, а также создают механизм клиринга, обеспечивающий минимизацию рисков при урегулировании сделок на финансовом рынке;

- *кредитные рейтинговые агентства*, которые анализируют релевантные финансовые и экономические данные, касающиеся эмитентов ценных бумаг, и присваивают эмитентам кредитные рейтинги, отражающие способность данных субъектов выполнять свои долговые обязательства (как в части основного долга, так и в части процентов по нему);

- *регуляторы финансового рынка*, которые осуществляют регулирование и надзор за всеми оперирующими на нем субъектами.

На рисунке 2 представлено схематическое изображение финансовой системы государства в ее структурно-функциональной интерпретации.

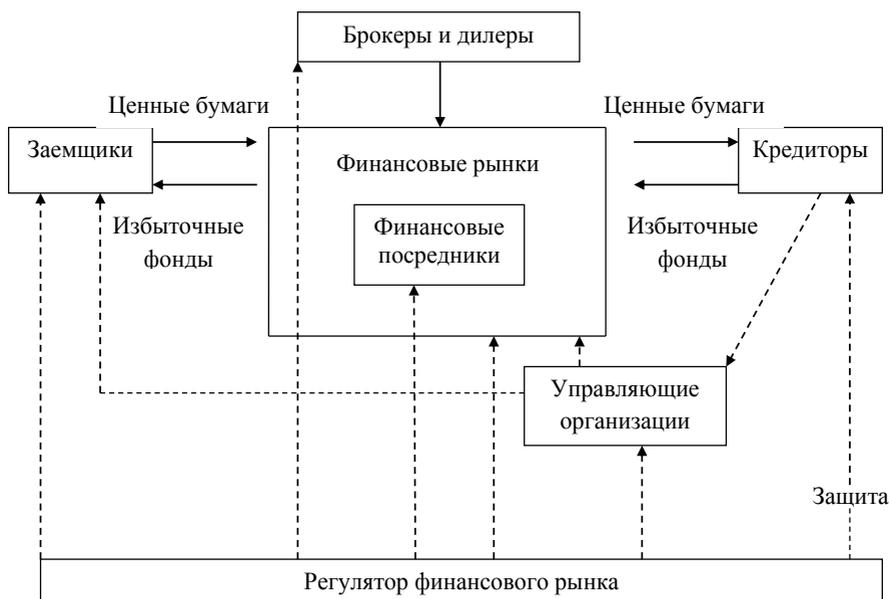


Рисунок 2. Финансовая система в рамках структурно-функционального подхода

Такие дополнительные элементы финансовой системы государства, как процесс создания денег в экономике и процесс установления цены, как правило, не отражают на этой схеме в силу их сложного многоступенчатого характера. Однако следует помнить о фундаментальной роли этих процессов в формировании предложения на рынке капитала и в реализации монетарной (денежно-кредитной) политики в стране.

Некоторые экономисты делят фактически существующие в современном мире финансовые системы на две основные категории в зависимости от того, что является их ядром: финансовый рынок (в первую очередь, рынок капитала) или банковский рынок. Для финансовых систем, ядром которых является финансовый рынок (например, финансовых систем США и Великобритании), характерны следующие черты:

- такие системы функционируют, опираясь на рынок капитала и узко сегментированный рынок банковских услуг;

- системы данного типа требуют одновременного наличия большого количества экономических и организационных предпосылок, чтобы функционировать эффективно.

Финансовые системы, ядром которых является банковский рынок (например, финансовые системы Германии и Японии), обычно:

- предполагают аккумуляцию преимущественно краткосрочных депозитов;

- опосредуют перераспределение фондов финансовых ресурсов в пользу бизнеса;

- связаны с высокой степенью интеграции бизнеса и банковского сообщества;

- требуют высокого уровня капитализации банков в целях покрытия типичных банковских рисков.

Оба типа финансовых систем в настоящее время представлены в государствах, входящих в состав Евросоюза. С практической точки зрения, ключевым вопросом является влияние различий между финансовыми системами на макроэкономические показатели этих государств. Например, обеспечивает ли основанная на банковском рынке финансовая система (как в Германии) более высокие темпы экономического роста, чем основанная на финансовом рынке (как в Великобритании)? Высокие темпы роста экономик Германии и Японии после Второй мировой войны в течение долгого времени рассматривались в качестве «доказательства» превосходства финансовых систем,

основанных на банковском рынке. Однако более детальные эмпирические исследования на микроуровне зачастую опровергают данный вывод. Наблюдавшиеся в 1990-е гг. более высокие темпы роста экономик Великобритании и США обусловили еще более скептическое отношение западных экономистов к этому тезису. Проведенное в 2002 г. масштабное сравнительное исследование на эту тему не выявило значимой корреляции между типом финансовой системы и темпами экономического роста, тогда как уровень развития правовой системы (особенно в части защиты прав инвесторов и кредиторов), наоборот, оказался тесно взаимосвязанным с экономическим развитием государств.

В развитых западных государствах с продолжительной историей рыночных отношений модели финансовых систем складывались постепенно, по мере эволюции социально-экономических систем этих стран. Для государств с переходной экономикой (в первую очередь, бывших республик СССР и входивших в социалистический блок стран Восточной Европы) текущий тип финансовой системы - результат осознанного выбора в переходный период. Как правило, выбор одной из двух ключевых моделей финансовой системы предполагает ответ на следующие вопросы:

- Каково качество информации о частных фирмах, которой располагает государство?
- Каковы особенности поведения инвесторов в данном государстве?
- Каковы возможности осуществления сбережений в данном государстве?
- Сможет ли финансовая система, ядром которой является банковский сектор, более эффективно обеспечивать экономическое развитие страны, чем система, в основу которой положен финансовый рынок в целом?

На практике большинство переходных экономик выбрали для себя модель финансовой системы, основанную на банковском рынке. Фактически сформировавшиеся в результате этого выбора финансовые системы объединяют такие черты, как:

- преобладание универсальных банков над узкоспециализированными;
- преференции для входящих на национальный банковский рынок иностранных кредитных организаций;
- высокая степень контроля за банковским сектором (в частности, за соблюдением прав кредиторов, надлежащим исполнением контрактов, стандартами бухгалтерского учета и отчетности);

- требования о наличии обратной связи от рынков ценных бумаг, поскольку они обеспечивают формирование цен на разные типы активов.

2.2 Финансовый рынок как элемент финансовой системы

В широком смысле под *финансовым рынком* понимают рынок, на котором осуществляется обмен или торговля финансовыми инструментами. Финансовые рынки выполняют три ключевые функции в экономике:

- установление цены;
- обеспечение ликвидности;
- сокращение трансакционных издержек.

Как упоминалось выше, *установление цены* на финансовом рынке предполагает определение цены торгуемого актива в ходе рыночных взаимодействий (транзакций) между продавцами и покупателями финансовых инструментов. Финансовый рынок формирует сигналы о том, как следует распределить ресурсы инвесторов (или кредиторов) между заемщиками, и создает возможность для привлечения этих ресурсов посредством финансовых инструментов. Фактически функция установления цены предполагает «встраивание» новой информации в цену рыночных активов. Интерес потенциальных заемщиков в привлечении финансовых ресурсов зависит от того, какой уровень доходности ожидают получить потенциальные кредиторы в результате инвестирования свободных финансовых ресурсов. Новая информация способна повлиять на эти ожидания.

Функция *обеспечения ликвидности* связана с созданием возможности для инвесторов продать финансовый актив по справедливой рыночной цене в любой момент. Если бы данная функция не выполнялась, то инвестор был бы вынужден либо ждать стечения обстоятельств, при которых можно продать тот или иной финансовый инструмент, либо дожидаться момента, когда эмитент данного инструмента обязан будет выполнить свои обязательства по нему. В случае с долговыми инструментами это момент окончания срока, на который они были выпущены. В случае с долевыми (в частности, с акциями) - это момент, когда организация будет добровольно или принудительно ликвидирована. Благодаря финансовым рынкам инвесторам не обязательно ждать какого-либо события для продажи имеющихся у них финансовых инструментов, поскольку все финансовые рынки обеспечивают тот или иной уровень

ликвидности. Следует отметить, однако, что этот уровень не одинаков для различных категорий финансовых рынков.

Функция *сокращения транзакционных издержек* реализуется, когда субъекты финансового рынка несут те или иные расходы в связи с куплей-продажей финансовых инструментов (или в более широком смысле - с рыночными взаимодействиями, *транзакциями*). Представитель институционализма Джон Коммонс, автор термина «транзакция», понимал под ней социальное взаимодействие, в результате которого происходит отчуждение или присвоение прав собственности и прав-свобод.

Связанные с такими взаимодействиями расходы могут иметь разную природу и характер (затраты времени, материальных ресурсов и т.п.), разную степень выраженности для различных субъектов. Издержки такого рода в институционализме принято именовать транзакционными. В наиболее общем смысле *транзакционные издержки* - это ценность ресурсов, затрачиваемых на осуществление транзакции. Важной особенностью издержек такого рода является отсутствие отлаженного механизма распределения тех из них, которые являются общими, между участниками социального взаимодействия. Эта сложность обусловлена разными предпочтениями индивидов в отношении одних и тех же ресурсов.

Выделяют следующие виды транзакционных издержек:

- *издержки поиска*, возникающие в тех случаях, когда индивид не располагает множеством всех вариантов выбора и вынужден затрачивать ресурсы для поиска недостающих альтернатив. Издержки поиска обусловлены недостатком у индивида необходимой информации, поэтому зачастую в литературе именуется *издержками поиска информации*. Наиболее известным частным случаем таких издержек являются издержки поиска минимальной цены, которые обусловлены дифференциацией цен на один и тот же продукт;

- *издержки измерения*, обусловленные наличием у любых благ двух основных типов свойств - физических и правовых. Измерение свойств благ производится до их приобретения (в связи с этим возникают *издержки ex ante*) и после их приобретения (вследствие чего возникают *издержки ex post*). Оценки *ex ante* влияют на выбор покупателем объема приобретаемого блага. В случае отказа от покупки этот объем равен нулю. Оценки *ex post* влияют на выбор покупателем объема дальнейшего потребления этого блага;

- *издержки ведения переговоров и заключения контракта* обусловлены необходимостью устранить проблему информационной асимметрии в социальных взаимодействиях. Как правило, субъекты, вступающие в рыночную трансакцию, обладают ограниченной информацией друг о друге и, следовательно, не могут быть уверены в том, что обязательства по сделке будут выполнены надлежащим образом. Трансакционные издержки в данном случае связаны с действиями сторон по восполнению отсутствующей у них информации о контрагенте. Величина издержек ведения переговоров и заключения контрактов зависит от уровня неопределенности, частоты заключения контракта, специфичности активов, использования услуг посредников, противодействия оппортунистическому поведению;

- *издержки спецификации и защиты прав собственности* связаны с затратами на создание режима исключительности в отношении актива для отдельного индивида или группы. Спецификация осуществляется посредством определения: субъекта права, объекта права, набора полномочий, которыми располагает данный субъект, механизма, обеспечивающего их соблюдение;

- *издержки оппортунистического поведения и противодействия ему*, возникающие в том случае, когда один из участников социального взаимодействия дает завышенную оценку моральным качествам другого участника. Выделяют два типа оппортунистического поведения: предконтрактное и постконтрактное. Последнее возникает по причинам неполноты контракта (поскольку при составлении контракта нельзя предсказать все возможные действия сторон) и сложности контроля действий сторон. Издержки противодействия оппортунистическому поведению включают в себя издержки контроля (позволяют разоблачать оппортунистическое поведение и перекладывать издержки, порожденные недобросовестным поведением, на виновную сторону) и издержки стимулирования (увеличивают возможные негативные последствия для стороны, придерживающейся оппортунистического поведения).

Согласно институциональному подходу, в условиях рынка экономический смысл существования институтов и инструментов напрямую связан с трансакционными издержками. Соответственно, считается, что в условиях рынка «выживают» только те институты и инструменты, которые связаны с наименьшими трансакционными издержками.

Трансакционные издержки субъектов, возникающие в рамках взаимодействия на финансовом рынке, делятся на прямые (явные) и

косвенные (неявные). Прямые издержки могут возникать в связи с необходимостью распространения на рынке информации о намерении субъекта продать или приобрести финансовый инструмент. Косвенные издержки включают в себя время, потраченное на поиск контрагента по сделке купли-продажи финансового инструмента. Наличие развитого финансового рынка позволяет сократить время на поиск партнера по транзакции.

Издержки поиска информации на финансовом рынке связаны с оценкой характеристик финансового инструмента. На эффективном финансовом рынке цена инструмента отражает всю информацию о его характеристиках, собранную участниками рынка в совокупности.

Наиболее распространенным типом транзакционных издержек на финансовом рынке являются издержки оппортунистического поведения, обусловленные возникающими между участниками взаимодействия конфликтами интересов. В зависимости от преследуемых целей и мотива участия в транзакциях на финансовом рынке субъектов данного рынка можно разделить на следующие группы:

- *публичные инвесторы*, которые являются конечными держателями ценных бумаг. Их мотив - получение дохода от инвестиций в эти ценные бумаги. В категорию публичных инвесторов включают частных лиц и институциональных инвесторов (например, пенсионные фонды и паевые инвестиционные фонды);

- *брокеры*, которые выполняют функции агентов для публичных инвесторов. Их мотив - получение вознаграждения за свои услуги (как правило, в виде комиссионных платежей). Соответственно, брокеры вступают в рыночные транзакции от имени и в интересах иных лиц, а не в собственных интересах;

- *дилеры*, которые участвуют в транзакциях на финансовом рынке от своего имени, но основной мотив которых - получить прибыль от продажи, а не от владения ценными бумагами. Как правило, доход дилеров состоит в разнице между ценой покупки финансового актива и ценой его продажи через короткий промежуток времени.

В реальности все категории субъектов, выделяемые в данной классификации, не являются взаимоисключающими. Так, публичные инвесторы могут время от времени выступать в интересах других лиц; брокеры могут выступать в качестве дилеров и реализовывать ценные бумаги, самостоятельными держателями которых являются.

Взаимодействие между субъектами, желающими предоставить займы / инвестировать избыточные фонды денежных средств, и

субъектами, нуждающимися в этих средствах, может осуществляться в форме прямого или опосредованного (косвенного) финансирования (рисунок 3). В случае прямого финансирования избыточные фонды кредиторов (инвесторов) поступают заемщикам непосредственно через финансовые рынки в форме тех или иных финансовых инструментов (как правило, ценных бумаг). Однако зачастую организация такого прямого взаимодействия затруднительна в силу разных предпочтений кредиторов и заемщиков. Чаще всего различия касаются таких параметров, как сроки погашения ценных бумаг, их номинальная стоимость, качество, ликвидность и т.д.

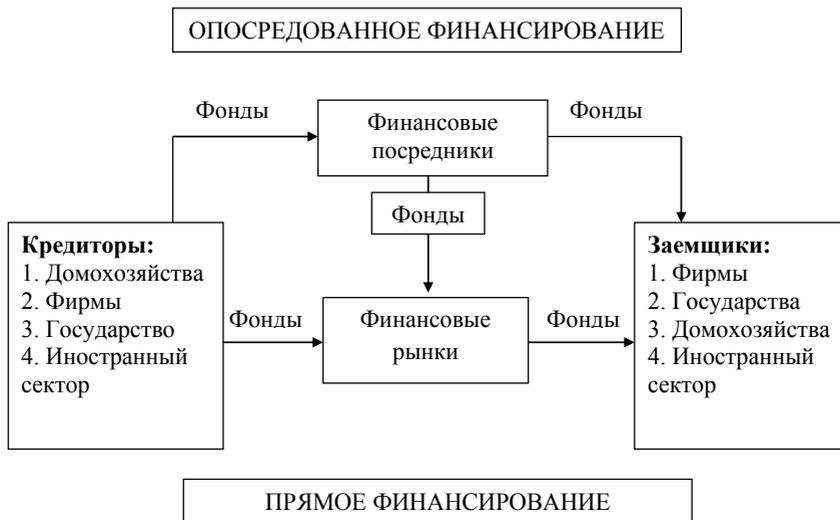


Рисунок 3. Механизмы взаимодействия кредиторов и заемщиков в рамках финансовой системы

Разрешение этих противоречий обеспечивается в рамках механизма опосредованного (косвенного) финансирования, ключевую роль в котором играют финансовые посредники. Последние создают самостоятельные рынки для финансовых инструментов двух типов: один - для кредиторов / инвесторов, другой - для заемщиков.

2.3 Финансовые посредники

Финансовый посредник - это специальный финансовый институт, выполняющий функцию эффективного распределения (размещения) фондов денежных средств в случаях, когда у кредиторов или инвесторов отсутствует возможность напрямую взаимодействовать с заемщиками на финансовых рынках. В современной научной литературе финансовые посредники подразделяются на две группы: основные (так называемые «мейнстримные») и квазифинансовые посредники. К *основным* финансовым посредникам относятся:

- *депозитарные финансовые посредники*. К ним принято относить центральные банки государств, коммерческие банки («розничные» и «оптовые»). Кроме того, в различных государствах существуют присущие именно им виды депозитарных финансовых посредников. Например, на финансовом рынке США действуют сберегательные и кредитные ассоциации, на финансовых рынках Германии и Италии - кооперативные банки и сберегательные банки;

- *недепозитарные финансовые посредники* (страховые компании, пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, хедж-фонды и т.п.).

Квазифинансовые посредники включают в себя такие организации, как финансовые институты развития (например, фонд развития малого предпринимательства), кредитные потребительские кооперативы, прочие микрофинансовые организации, в том числе микростраховые.

Задача финансовых посредников заключается в том, чтобы создать более благоприятные, более выгодные условия транзакций для кредиторов / инвесторов и заемщиков на финансовых рынках, чем сложились бы при прямом взаимодействии этих субъектов. Финансовые посредники, как правило, задействованы в двух основных типах процессов:

- привлечение фондов денежных средств от кредиторов / инвесторов;
- предоставление займы (в том числе инвестирование) этих фондов субъектам, которым они необходимы.

Фонды, привлекаемые финансовым посредником, в зависимости от канала их привлечения существуют либо в форме долговых обязательств, либо в форме акционерного капитала собственников финансового посредника. Фонды, которые финансовый посредник предоставляет в виде займов или инвестирует, превращаются в активы финансового посредника. Фактически данная категория участников финансового рынка трансформирует финансовые активы, менее привлекательные для

сообщества инвесторов, в более привлекательные - свои собственные долговые обязательства. Трансформация активов обеспечивает следующие преимущества для экономики:

- способствует потоку фондов финансовых ресурсов;
- обеспечивает более эффективное распределение этих фондов;
- облегчает процесс установления цены;
- обеспечивает процесс создания денег в экономике;
- повышает уровень ликвидности инвестиций для кредитора / инвестора;
- повышает уровень диверсификации активов для кредитора / инвестора;
- обеспечивает эффект экономии от масштаба;
- обеспечивает функционирование платежной системы;
- снижает уровень риска в экономике;
- обеспечивает возможность реализации монетарной (денежно-кредитной) политики.

Рассмотрим некоторые из этих преимуществ более подробно.

Финансовые посредники способствуют более эффективному и масштабному потоку финансовых ресурсов от субъектов, располагающих избыточными фондами (как правило, в форме сбережений), к субъектам, испытывающим потребность в этих фондах (рисунок 4).

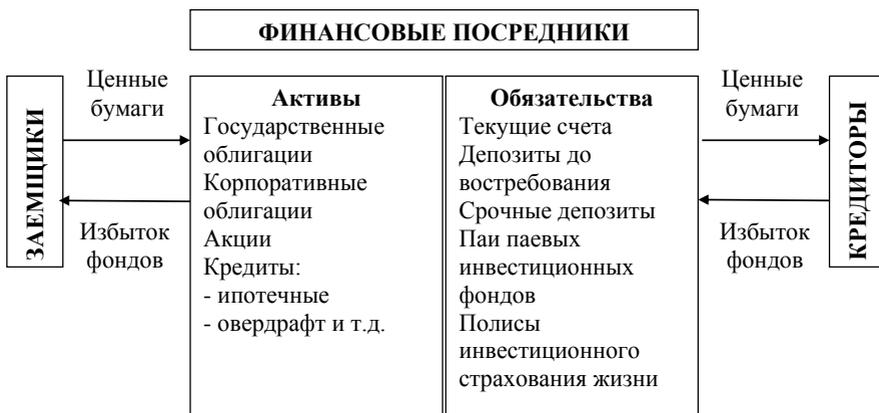


Рисунок 4. Содействие финансовыми посредниками потоку фондов финансовых ресурсов

Таким образом, финансовые посредники фактически обеспечивают сохранность сбережений в экономике. Без эффективно функционирующей системы надежных финансовых посредников большая часть этих сбережений не могла бы быть передана от первоначальных кредиторов к конечным заемщикам. Зачастую именно так и происходит в слаборазвитых государствах, где домохозяйства предпочитают держать свои сбережения в наличной форме, а не передавать их в форме вкладов ненадежным банкам.

Повышение уровней ликвидности и диверсификации финансовых активов для кредиторов / инвесторов являются компонентами более общей функции финансовых посредников - функции снижения рисков в экономике. Так, в отсутствие финансовых посредников большинство займов, предоставленных первоначальными кредиторами конечным заемщикам напрямую, являются абсолютно неликвидными до наступления срока платежа по ним. Очевидно, что большинство субъектов, обладающих избыточными фондами, не готово передавать контроль над этими фондами на длительные сроки. Соответственно, без участия финансовых посредников вероятность инвестиций в крупномасштабные долгосрочные проекты в экономике весьма мала.

Финансовые посредники, используя такие инструменты, как облигации, иные ценные бумаги, депозиты до востребования, предоставляют кредиторам / инвесторам возможность держать свои фонды в ликвидной форме. Привлеченные в ликвидной форме средства затем преобразуются в долгосрочные неликвидные кредиты и займы, выдаваемые заемщикам для реализации капитальных проектов. Благодаря такому опосредованному финансированию кредиторы / инвесторы (в первую очередь, домохозяйства) имеют возможность при первой необходимости изъять свои сбережения у финансовых посредников, не нарушая процесс общественного воспроизводства.

Возможности диверсификации рисков при инвестировании финансовых ресурсов, как правило, находятся в прямой зависимости от объема этих ресурсов. В этом смысле возможности домохозяйств по диверсификации ограничены небольшим количеством финансовых инструментов, из которых они могут сформировать свой инвестиционный портфель. Крупные финансовые посредники (например, инвестиционные банки) аккумулируют финансовые ресурсы большого количества мелких инвесторов, включая домохозяйства, и могут распределить их между широким перечнем финансовых инструментов. Благодаря этому риски

инвестиционных портфелей финансовых посредников существенно меньше, чем риски портфелей мелких и средних кредиторов / инвесторов.

Основополагающая доктрина портфельных инвестиций, подтвержденная эмпирическими данными, гласит, что риск (амплитуда колебаний доходности вокруг своего среднего значения) портфеля снижается по мере увеличения числа ценных бумаг в нем. Эта зависимость отражена на рисунке 5.

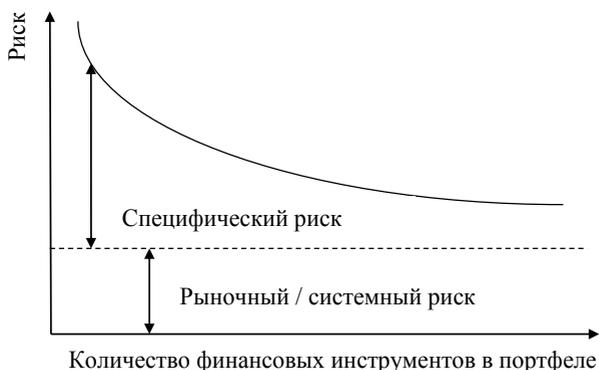


Рисунок 5. Взаимосвязь между уровнем риска и количеством инструментов в инвестиционном портфеле

Применительно к инвестиционному портфелю принято говорить о двух типах рисков. Первый - специфический риск, который связан с конкретным финансовым инструментом. Например, для акций специфический риск может быть обусловлен нерациональными управленческими решениями руководства акционерного общества. Второй тип риска - рыночный риск, распространяющийся в равной мере на все типы финансовых инструментов. Это могут быть, в частности, какие-либо форс-мажорные обстоятельства или общее повышение / понижение уровня процентных ставок в экономике.

Размер организаций - финансовых посредников обеспечивает не только возможность диверсификации инвестиционного портфеля, но и возможность экономии от масштаба. В первую очередь, это касается экономии на транзакционных издержках. Так, банковская система формирует условия для функционирования разветвленной и эффективной платежной системы при сравнительно низких транзакционных издержках, тогда как издержки формирования и поддержания платежной

системы для отдельных субъектов финансового рынка были бы чрезмерно высоки.

Экономия от масштаба касается и транзакционных издержек поиска информации. Индивидуальный инвестор, в портфель которого входит некоторое количество финансовых инструментов, вынужден самостоятельно собирать данные об эмитентах этих инструментов, проводить экономический анализ собранных данных, анализировать показатели соответствующей отрасли в целом и т.д. Финансовые посредники обладают необходимыми ресурсами для выполнения данных функций в отношении инструментов, включенных в их инвестиционные портфели, из чего извлекают пользу не только сами посредники, но и их многочисленные клиенты.

Преимущества деятельности финансовых посредников в экономике, взятые в комплексе, создают возможность для осуществления эффективной политики государства в целях стимулирования экономического роста, обеспечения стабильного уровня занятости, низкого уровня инфляции и равновесия платежного баланса.

2.4 Финансовые инструменты

Финансовые инструменты - это финансовые документы (как правило, договоры), на основании которых у одних субъектов образуются финансовые активы, а у других - финансовые обязательства. Финансовые инструменты лежат в основе возникновения требований к их эмитентам. Эти требования могут возникать из различных обязательств, в том числе:

- долговых (обязательства займа, кредита);
- депозитных (обязательства банка перед вкладчиками);
- долевых (обязательства корпорации перед учредителями, акционерами);
- инвестиционных (обязательства паевого инвестиционного фонда перед пайщиками) и т.д.

На современных финансовых рынках обращается множество видов финансовых инструментов. Интерес основных участников рынка к тому или иному из них определяется присущими им характеристиками риска и доходности, а также доступностью на оптовом или розничном финансовых рынках. В научной литературе предложены различные подходы к классификации финансовых инструментов. Один из них представлен в таблице 2.

Еще один подход к классификации финансовых инструментов предполагает деление всей их совокупности на инструменты с фиксированным доходом и инструменты с переменным доходом. Обзор финансовых инструментов с фиксированным доходом приведен в таблице 3.

Таблица 2 - Классификация финансовых инструментов

Категория финансового инструмента	Детерминанты риска	Ожидаемая доходность	Основные участники сделок
Неторгуемые и не подлежащие передаче другому субъекту	На оптовых денежных рынках: объемы транзакций	На оптовых денежных рынках: низкая	На оптовых денежных рынках: банки
	На розничных финансовых рынках: низкий уровень прозрачности, недостаточный уровень стандартизации, низкая кредитоспособность	На розничных финансовых рынках: низкая	На розничных финансовых рынках: банки, фирмы, домохозяйства
	На валютных рынках: высокая волатильность	На валютных рынках: высокая	На валютных рынках: финансовые институты, фирмы
Ценные бумаги	Рыночная волатильность, индивидуальные риски, включая риски несостоятельности эмитента	Сравнительно высокая	Банки, фирмы, домохозяйства
Производные финансовые инструменты	Рыночная волатильность, величина кредитного плеча	Очень высокая	Банки, фирмы, домохозяйства

Как следует из этого обзора, основную массу инструментов данной категории составляют долговые инструменты. Процентные платежи по инструментам данной категории, как правило, закрепляются в договоре.

В отличие от долговых финансовых инструментов долевые инструменты закрепляют обязательства эмитента выплатить держателям определенный процент (долю) от полученных доходов (при условии их наличия). Выплаты по долевым инструментам обычно производятся после того, как погашены обязательства эмитента перед держателями его

долговых инструментов. Одним из наиболее распространенных видов долевых финансовых инструментов является обыкновенная акция.

Таблица 3 - Рынок финансовых инструментов с фиксированным доходом

Рынок	Характеристики	Эмитенты	
Долгосрочные	Облигации	Долгосрочные обязательства осуществить серию платежей фиксированного размера	Государства, фирмы
	Конвертируемые ценные бумаги	Облигации, которые можно обменять на акции на заранее установленных условиях	Фирмы
	Ценные бумаги, обеспеченные активами	Секьюритизированные (обеспеченные активами) финансовые инструменты, представляющие собой будущие потоки платежей	Финансовые институты, фирмы
	Привилегированные акции, субординированный заем	Гибрид долговых и долевых финансовых инструментов	Фирмы
Среднесрочные	Среднесрочные государственные облигации	Среднесрочные обязательства государства	Государство
	Векселя с плавающей ставкой	Среднесрочные финансовые инструменты, процентные ставки которых привязаны каким-либо межбанковским ставкам или индексам (например, LIBOR)	Фирмы
Краткосрочные	Краткосрочные государственные облигации	Краткосрочные обязательства государства	Государство
	Коммерческие векселя	Краткосрочные долговые инструменты	Фирмы
	Депозитные сертификаты	Краткосрочные долговые инструменты	Банки

Некоторые финансовые инструменты одновременно обладают признаками долговых и долевого. В частности, привилегированные акции, которые, с одной стороны, предполагают выплату держателю заранее установленной суммы, а с другой - осуществление этих выплат только после погашения обязательств эмитента по долговому инструменту. На практике привилегированные акции чаще всего относят к категории долговых финансовых инструментов.

Еще один пример «гибридов» такого рода - конвертируемые ценные бумаги (как правило, облигации). Они позволяют держателю при определенных, заранее установленных условиях преобразовывать долговой финансовый инструмент в долевого.

Сравнительная характеристика долговых и долевого финансовых инструментов представлена в таблице 4.

Таблица 4 - Сравнительная характеристика долговых и долевого финансовых инструментов

Характеристика	Долговые	Долевые
		Закрепляют отношения между кредиторами и заемщиками, имеют фиксированный срок действия
Преимущества		
для эмитента	Предсказуемость, независимость от влияния акционеров	Гибкость, низкие издержки привлечения финансовых ресурсов
для держателя	Низкий уровень риска	Высокая ожидаемая доходность
Недостатки		
для эмитента	Обязательства по обслуживанию долга	Зависимость от решений, принимаемых акционерами; зависимость принимаемых управленческих решений от рыночной волатильности
для держателя	Низкий уровень доходности	Высокий уровень риска

Помимо традиционных - первичных - финансовых инструментов, на современных финансовых рынках обращается множество производных финансовых инструментов (деривативов). Данная категория инструментов является вторичной по отношению к классическим долговому и долевым финансовым инструментам или сырьевым товарам (базовым активам) и не может существовать отдельно от них. В то же

время ряд финансовых инструментов может не иметь под собой реальных базовых активов (например, фьючерсные контракты на погодные условия).

2.5 Классификация финансовых рынков

Экономическая наука предлагает различные основания для характеристики и классификации финансовых рынков. Наиболее распространенными из этих оснований являются: тип финансовых инструментов, которые обращаются на соответствующем рынке, характеристики инфраструктуры и сервисного обслуживания на данном рынке, особенности торговых трансакций на нем, географическая и национальная принадлежность рынка.

В таблице 5 представлена сводная классификация финансовых рынков по указанным параметрам.

Таблица 5 - Сводная классификация финансовых рынков

Критерий классификации	Характеристики	Примеры
Тип продукта	Торгуемость (обращаемость), способность быть переданным по иным сделкам, срок действия, номинал и т.д.	Рынок долевых финансовых инструментов. Рынок долговых финансовых инструментов. Рынок производных финансовых инструментов.
Особенности инфраструктуры	Техническое сопровождение, консультационное сопровождение, административное сопровождение и т.д.	Рынок, обеспечивающий ИТ-поддержкой. Рынок, обеспечивающий услугами депозитария.
Способы осуществления трансакций	Физический, электронный, виртуальный	Биржевой рынок. Внебиржевой рынок. Рынок виртуальных валют.
Географическая и национальная принадлежность	Внутренний, трансграничный, региональный, международный	Национальные финансовые рынки. Еврорынки. Оффшорные рынки.

По отношению к конкретному государству финансовые рынки можно разделить на внутренние и внешние. Внутренний рынок, в свою очередь, включает в себя два сегмента:

- рынок, на котором обращаются финансовые инструменты, выпущенные эмитентами - резидентами данного государства;

- рынок, на котором финансовые инструменты обращаются за пределами страны их выпуска.

Внешний по отношению к государству финансовый рынок одновременно соответствует двум следующим требованиям:

- обращающиеся на этом рынке финансовые инструменты при их размещении предлагаются инвесторам сразу в нескольких государствах;

- эмиссия этих финансовых инструментов осуществляется вне юрисдикции какой-либо одной страны.

Внешние рынки в научной литературе иначе называют международными, оффшорными, евторынками (несмотря на то, что эти рынки не ограничены пределами стран Европы). Торгуемые на них ценные бумаги (еврооблигации) обычно номинированы в валюте, являющейся иностранной как для эмитента, так и для инвесторов. Приставка «евро» указывает на историческое происхождение финансовых инструментов такого рода, поскольку первые подобные ценные бумаги появились именно в Европе.

Еще один подход к классификации финансовых рынков предполагает выделение денежного рынка и рынка капитала как двух секторов долгового (в том числе депозитного) рынка. Под денежным рынком понимается сегмент, на котором обращаются финансовые инструменты со сроком погашения, не превышающим года с даты выпуска.

На рынке капитала обращаются долгосрочные финансовые инструменты, эмитентами которых являются фирмы и государство. При этом долгосрочными считаются инструменты, срок погашения которых превышает один год с даты эмиссии, либо срок действия которых не ограничен. Выделяют два основных типа финансовых инструментов на рынке капитала: долевые (акции) и долговые (как правило, облигации).

Для ряда финансовых систем, особенно для тех, ядром которых является банковский рынок, актуально выделение в структуре денежного рынка специфических сегментов, охватывающих межбанковское взаимодействие. Эти сегменты включают в себя различные варианты транзакций между коммерческими банками и регулятором финансового рынка (как правило, центральным банком соответствующего государства). В частности, в этом смысле выделяют:

- сегмент транзакций непосредственно между коммерческими банками (рынок b2b, bank-to-bank). В рамках данного сегмента, в первую очередь, осуществляются клиринговые расчеты между банками;

- сегмент трансакций между коммерческими банками и центральным банком в двух вариантах (рынок b2cb, bank-to-central bank, и рынок cb2b, central bank-to-bank).

Рынок b2cb существует не во всех государствах. Как правило, на этом рынке не применяется процентная ставка. В рамках данного рынка осуществляются трансакции, относящиеся к системе обязательных резервных требований.

Рынок cb2b - это поле трансакций в рамках проводимых центральным банком операций на открытом рынке. Эти операции относятся к ключевым инструментам монетарной политики в большинстве государств. В отличие от сегмента b2cb на этом рынке применяется процентная ставка. Она является фиксированной и устанавливается центральным банком. В мировой практике такая ставка называется ставкой репо, банковской ставкой, базовой ставкой, ставкой дисконта и т.д. В России роль этой ставки выполняет устанавливаемая Банком России ключевая ставка.

Таким образом, в самом широком понимании денежный рынок включает в себя четыре сегмента:

- сегмент обращающихся и не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг конечных заемщиков;
- сегмент обращающихся и не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг финансовых посредников;
- сегмент трансакций между коммерческими банками;
- сегмент трансакций между центральным банком и коммерческими банками.

Ключевыми субъектами денежного рынка являются, следовательно, коммерческие банки, центральный банк и пенсионные фонды.

Одним из основных секторов рынка капитала является рынок акций, который представляет собой механизм для выпуска и обращения долевых финансовых инструментов, формирующих постоянную или относительно постоянную часть капитала организаций - эмитентов. Акции могут обращаться как на организованном, так и на неорганизованном рынке. В мировой практике они, как правило, обращаются на организованных рынках.

Финансовые рынки также можно разделить на первичные и вторичные. Первичные рынки - это рынки, на которых реализуются финансовые инструменты, впервые поступившие в продажу. Традиционно именно на первичные рынки поступают вновь эмитированные ценные бумаги. На вторичных рынках осуществляются

последующие сделки с этими активами. При этом в результате вторичных сделок эмитент данных ценных бумаг не привлекает какого-либо дополнительного капитала. Транзакции на вторичном рынке осуществляются между субъектами - инвесторами.

2.6 Основные подходы к регулированию финансового рынка

По общему правилу, регулирование финансового рынка имеет своей целью создание и поддержание справедливых условий для его участников. По мере эволюции финансовых систем различные регуляторные меры разрабатывались и внедрялись в ответ на те или иные варианты недобросовестного поведения субъектов - участников транзакций на финансовых рынках. Но в более широком смысле потребность в государственном регулировании финансового рынка обусловлена наличием ряда фиаско рынка, включая:

- отсутствие рынка для тех или иных финансовых инструментов;
- асимметрию информации;
- наличие монополий, квазимонополий и иных неконкурентных рыночных структур;
- отрицательных внешних эффектов (экстерналий), порождающих системные и макропруденциальные риски.

С учетом этих предпосылок регулирование финансового рынка является необходимой составляющей защиты прав кредиторов / инвесторов, а значит - поддержания стабильности в финансовой сфере и, в конечном итоге, обеспечения устойчивого экономического роста государств.

Основные подходы к регулированию финансовых рынков, сложившиеся к настоящему времени в мировой практике, можно разделить на два типа систем: система с единственным регулятором и система с множеством субъектов на стороне регулятора. Первый вариант наиболее распространен в государствах, финансовые системы которых основаны на банковском секторе. Второй вариант в большей степени присущ государствам с финансовой системой, выстроенной вокруг рынка капитала.

До мирового финансового кризиса 2007-2008 гг. дискуссии о преимуществах каждой из систем были узкопредметными. Так, в рамках одной из них эксперты искали ответ на вопрос о том, имеет ли система финансового регулирования в Великобритании (до 2013 г. Управление по финансовому регулированию и надзору выполняло функции

негосударственного регулятора деятельности инвестиционных, банковских и финансовых организаций, которые осуществляли деятельность на территории Великобритании) преимущества перед системой в США (система из множества различных организаций - регуляторов, позволявшая крупным субъектам финансового рынка осуществлять «регуляторный арбитраж» в свою пользу).

Кризис 2007-2008 гг. выявил слабости и недостатки в обеих системах регулирования. Как выяснилось, Управление по финансовому регулированию и надзору, отвечавшее за общую финансовую стабильность в стране, выполняло свои функции чересчур мягко, что обусловило накопление большого уровня системного риска в экономике. Аналогичное мягкое регулирование финансового рынка в США усугублялось множественными пробелами в нормативно-правовой основе, в результате чего отдельные финансовые продукты и даже целые сегменты финансового рынка оказывались практически нерегулируемыми. Это расширяло и без того обширные возможности для регуляторного арбитража со стороны участников рынка.

Тем не менее, по данным Банка Англии, половина всех финансовых операций в мире в настоящее время осуществляется за пределами банковской системы. Активы небанковских финансовых по состоянию на июнь 2019 г. выросли более чем на 50% относительно их уровня в 2008 г. Около 45% всех кредитных ресурсов, привлекаемых предприятиями в Великобритании, поступают с рынка капитала, а не через банковскую систему. В 2006 г. значение данного показателя составляло только 37%. Согласно прогнозам Банка Англии, сокращение роли банковской системы за счет роста роли рынка капитала в сфере финансовых операций продолжится в среднесрочной перспективе.

Еще одним дискуссионным вопросом в сфере регулирования финансового рынка был вопрос о том, осуществлять ли его на основе правил или на основе принципов. Первый вариант регулирования предполагает неукоснительное соблюдение свода нормативно закреплённых правил, широкие полномочия регулятора, в том числе по осуществлению прямого контроля за субъектами рынка. Именно такую модель, как правило, предпочитали внедрять правительства развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

Модель, предполагающая регулирование на основе принципов, в большей степени ориентирована на развитие экономики и предполагает смещение акцента с «писаных» правил на «дух закона». До финансового кризиса 2007-2008 гг. считалось, что такая модель может быть

эффективной и в развивающихся экономиках в тех случаях, когда государство ставит перед собой задачу развития финансового рынка за счет большей открытости к инновациям и повышения уровня склонности участников рынка к риску. Как и в предыдущем случае, кризис показал несовершенство обеих моделей, поскольку они основаны в большей степени на микропруденциальном, индивидуальном регулировании финансовых организаций, что было явно недостаточным для управления и минимизации системного риска всего сектора.

Экономисты выделяют четыре предпосылки мирового финансового кризиса 2007-2008 гг., все из которых, так или иначе, имеют отношение к недостаткам действовавшей на тот момент системы регулирования финансовых рынков. В частности, к этим предпосылкам относят:

- избыточное принятие риска финансовыми организациями под негласные государственные гарантии;
- фокус внимания регуляторов финансовых рынков на индивидуальных участниках рынка, а не на системных рисках;
- недостаточный уровень прозрачности финансовых организаций, продуктов и рынков;
- быстрый рост теневого банковского сектора.

Необходимым условием надлежащего регулирования финансового рынка, как и любого другого вида рынков, является правильная идентификация источника рыночного фиаско. Только после этого государство может разработать необходимые меры для устранения этого фиаско. Кроме того, при разработке и дальнейшей реализации регуляторных мер требуется обеспечить баланс между основными целями регулирования, в том числе снижением системного риска, защитой инноваций, и одновременно обеспечить выполнимость этих мер.

В сложных, многоуровневых финансовых системах уровень взаимосвязи и взаимозависимости между отдельными субъектами рынка столь велик, что индивидуальный, специфичный для конкретной организации риск может стремительно превратиться в агрегированный риск всего сектора. Благодаря кризису 2007-2008 гг. стало очевидно, что фокус внимания в сфере регулирования финансовых рынков следует переместить с микро- на макропруденциальное регулирование, основной задачей которого должно стать управление системным риском в финансовой сфере.

2.7 Макропруденциальная политика — новая парадигма регулирования финансового рынка

Макропруденциальная политика в отечественной экономической литературе рассматривается в качестве комплекса превентивных мер, которые направлены на минимизацию риска системного финансового кризиса. Под последним понимается риск возникновения ситуации, при которой значительная часть участников финансового сектора становится неплатежеспособной или теряет ликвидность, в результате чего они не могут функционировать без поддержки органа денежно-кредитного регулирования или органа пруденциального надзора.

В качестве объектов макропруденциальной политики выступают взаимоотношения между финансовыми посредниками, рынками, инфраструктурой финансового рынка, а также между финансовой системой и реальным сектором. К задачам макропруденциальной политики относятся:

- поддержание устойчивости финансовой системы к агрегированным шокам, включая рецессию и внешние шоки;
- ограничение избыточных финансовых рисков, принимаемых на себя финансовой системой;
- сглаживание финансового цикла: предотвращение формирования «мыльных пузырей» на рынках финансовых активов, если они несут потенциальную угрозу устойчивости финансовой системы или будут иметь существенные отрицательные эффекты для нефинансового сектора.

Основными признаками макропруденциальной политики являются:

- ответственность за устойчивость финансовой системы государства в целом;
- ограничение системных рисков;
- применение специфического набора инструментов;
- взаимодействие с другими институтами государственной политики.

Макропруденциальная политика занимает промежуточное положение между денежно-кредитной политикой центрального банка, направленной на достижение макроэкономических целей, и микропруденциальным регулированием и надзором, предназначенными для предотвращения несостоятельности отдельных финансовых посредников, а также защиты интересов кредиторов, клиентов и вкладчиков.

Макропруденциальная политика отличается от микропруденциальной политики по нескольким характеристикам. Во-первых, анализ

устойчивости финансового сектора проводится на агрегированном уровне, а не на уровне отдельных организаций. Во-вторых, во внимание принимается весь финансовый сектор, а не только банки. В-третьих, следует анализировать взаимосвязи между системно значимыми участниками, действующими на разных рынках, чтобы оценивать цепочки в «эффекте домино». В-четвертых, макропруденциальный анализ должен иметь прикладное назначение: на его основе необходимо принимать решения об изменении настроек регулирования и надзора.

Ведущими принципами макропруденциальной политики являются гибкость, наличие комплекса дискреционных полномочий у регулятора, возможность применения эффективных мер превентивного характера на ранней стадии, а также эффективная координация усилий государств по минимизации международных транзакционных издержек ex-ante.

В экономической литературе всю совокупность инструментов, которые могут применяться в рамках реализации макропруденциальной политики на финансовом рынке, разделяют на три группы. Критерием разделения в этом случае в зависимости от объекта (таблица 6).

Таблица 6 - Классификация инструментов макроэкономической политики на финансовом рынке

Объект регулирования	Инструмент макропруденциальной политики
Лeverедж	Повышенный коэффициент взвешивания риска в нормативе достаточности капитала по торговому портфелю ценных бумаг. Контрциклический буфер капитала. Стресс-тестирование для оценки достаточности капитала. Коэффициент валового лeverеджа (простое соотношение капитала и активов).
Ликвидность	Дополнительный буфер ликвидности. Норматив соотношения долгосрочных активов и долгосрочных обязательств. Норматив соотношения краткосрочных активов и краткосрочных обязательств.
Кредитная экспансия	Динамический норматив соотношения объема кредита и стоимости залога.

Очевидно, что описанные в таблице 6 инструменты, в первую очередь, применимы к деятельности кредитных организаций. Тем не менее, в структуру финансовых рынков входят и иные сегменты, в которых не менее важно эффективно управлять системным риском.

В связи с этим в литературе предлагается более развернутая классификация инструментов макропруденциальной политики, которая, кроме банковского сектора, включает в себя еще и инструменты для рынка ценных бумаг, для прочих инвесторов и для институтов инфраструктуры (таблица 7).

Таблица 7 - Расширенная классификация инструментов макропруденциальной политики

Объект	Кредитные организации		Прочие инвесторы	Участники рынка ценных бумаг	Институты инфраструктуры
	Структура баланса	Кредитные требования			
Финансовый левередж	<p>Нормативы достаточности капитала</p> <p>Коэффициенты взвешивания риска</p> <p>Нормы резервирования на возможные потери</p> <p>Ограничения на распределение прибыли</p> <p>Ограничения на рост кредитного портфеля</p>	<p>Ограничение предельного соотношения суммы кредита и обеспечения по нему</p> <p>Ограничение предельного соотношения процентных выплат и дохода заемщика</p> <p>Ограничение несовпадения срока требований и обязательств</p>		<p>Лимиты на маржу и минимальный дисконт</p>	

Риск ликвидности и рыночный риск	Нормирование ликвидности Ограничения на валютное кредитование Ограничение несовпадения срока требований и обязательств Ограничение валютной позиции	Правила оценки стоимости финансовых инструментов	Ограничения на валютную позицию	Проведение операций центрального банка на открытом рынке	Требования к участникам валютных торгов (гарантийный фонд, предварительное депонирование)
Взаимозависимость системообразующих субъектов рынка	Лимиты риска концентрации Дополнительные требования к капиталу Требования к дочерним структурам				Требования к центральным контрагентам

Безусловно, практическая реализация макропруденциальной политики в масштабах национального финансового рынка приобретает специфические особенности. На этот процесс, помимо нормативно-правовой базы конкретного государства, оказывают влияние и такие факторы, как уровень развития корпоративной культуры в финансовой среде, текущая степень открытости информации и информационной асимметрии, склонность правительства к применению проактивных дискреционных регуляторных мер.

Все многообразие национальных моделей макропруденциального регулирования, существующих в современных государствах, может быть классифицировано по ряду ключевых характеристик. К таким характеристикам относятся, в частности:

1. *Степень институциональной интеграции центрального банка и надзорных ведомств.* Эта характеристика отражает степень концентрации регуляторных функций на финансовом рынке «под одной крышей» - в структуре центрального банка страны. Данный параметр влияет, в том числе, на объем информации о ситуации на финансовом рынке, которой располагает центральный банк. Степень институциональной интеграции

может быть полной, частичной или отсутствовать полностью. В первом случае весь объем функций по регулированию финансового рынка сосредоточен в центральном банке или органе, его заменяющем. При частичной интеграции функции надзора за рынком ценных бумаг или за деловым поведением организаций закреплены за отдельными контролирующими органами, тогда как пруденциальный надзор за кредитными и иными финансовыми организациями осуществляет центральный банк государства.

2. *Орган, реализующий макропруденциальную политику.* Данный параметр отражает то, какой государственный институт или система институтов несет ответственность за ограничение системного риска. Как правило, данная ответственность возлагается на центральный банк либо на тот или иной комитет, связанный с центральным банком. Такой комитет юридически является частью структуры центрального банка и возглавляется председателем центрального банка. Однако возможен и альтернативный вариант, при котором ответственность за реализацию макропруденциальной политики в целях управления системным риском несет независимый институт (возможно, даже не являющийся органом государственной власти) или система таких независимых институтов. В последнем случае каждый из институтов отвечает за управление системным риском в пределах сферы своих полномочий.

3. *Роль министерства финансов / казначейства.* Формальная роль органов государственной власти, являющихся ведущими в сфере управления финансами в стране, применительно к реализации макропруденциальной политики на национальном уровне может быть различной. Так, эти органы могут играть активную роль, определяя стратегию такой политики или координируя функции различных регуляторных институтов в этой области. Роль может быть пассивной, если органы управления финансами являются рядовыми участниками таких регуляторных институтов. В некоторых национальных моделях министерства финансов и казначейства вообще не участвуют в формировании и реализации макропруденциальной политики на финансовых рынках.

4. *Разделение функций по принятию решений и контролю за инструментами их реализации.* Данная характеристика отражает институциональное отделение полномочий по принятию решений в сфере макропруденциальной политики и полномочий по практической реализации этих решений посредством той или иной системы инструментов. Чаще всего такое отделение присутствует в государствах,

в которых ответственность за реализацию макроprudенциальной политики лежит на системе институтов. В этом случае решения принимаются тем или иным координирующим эти институты комитетом, а практически эти решения претворяются в жизнь каждым институтом в пределах зоны их полномочий. Разделение полностью отсутствует в тех случаях, когда вся полнота власти в сфере макроprudенциальной политики закреплена за центральным банком либо, наоборот, за системой полностью независимых органов власти, каждый из которых самостоятельно принимает решения и реализует их в зоне своей ответственности.

5. *Наличие органа власти, координирующего различные виды экономической политики.* В том случае, когда в государстве принято распределять функции по реализации макроprudенциальной политики между несколькими институтами, наличие координирующего органа (как правило, комитета) позволяет обеспечить единообразное толкование системного риска и единство подходов к разработке мер реагирования на него.

Классификация современных национальных систем макроprudенциального регулирования финансового рынка, основанная на совокупности указанных характеристик, предполагает выделение семи типов моделей (таблица 6). Безусловно, эти модели предлагают несколько упрощенное представление о реальности, поскольку не способны учесть все национальные особенности, в том числе обусловленные менталитетом. Кроме того, на практике многие государства имеют «гибридные» системы макроprudенциального регулирования финансового рынка, одновременно включающие в себя признаки двух и более моделей.

Следует отметить, что модели 2 и 3, присущие в настоящее время Великобритании и США соответственно, были внедрены в этих странах после реформ, которые последовали за кризисом 2007-2008 гг. Кроме того, особым вариантом национальной модели макроprudенциального регулирования является существующая в Евросоюзе наднациональная модель. Для данной модели характерны следующие признаки:

- отсутствие институциональной интеграции Европейского центрального банка и надзорных ведомств;
- реализация макроprudенциальной политики межгосударственным органом;
- пассивная роль в этом финансовых органов (Европейской комиссии, Экономического и финансового комитета Евросоюза);

- функции по принятию решений и контролю за инструментами их реализации разделены;

- отсутствие отдельного органа власти, координирующего различные виды экономической политики.

Описанные в таблице 8 теоретические модели систем макропруденциального регулирования финансового рынка могут быть объединены в три кластера моделей.

Модели первого кластера предполагают максимальную степень интеграции надзорных и регуляторных функций на финансовом рынке в структуре центрального банка страны. К этому кластеру в предлагаемой классификации относится только первая модель.

Модели второго кластера (модели 2, 3 и 4) - модели «двойного пика» - предполагают передачу центральному банку пруденциальных функций, тогда как регулирование и надзор за рынком ценных бумаг и поведением субъектов на финансовом рынке закреплены за самостоятельными органами государственной власти. Как показывает международный опыт, модель двойного пика в долгосрочном периоде обладает неустойчивостью и, в конечном счете, оказывается промежуточной формой финансовой власти.

В третьем кластере объединены модели 5, 6 и наднациональная модель для Евросоюза. Эти модели предполагают отделение центрального банка как от пруденциальных функций, так и от функций надзора за рынком ценных бумаг.

Второй блок условий эффективности макропруденциальной политики на финансовом рынке - *условия эффективной идентификации, анализа и мониторинга системного риска* - включает в себя такие требования, как:

Имплементация механизмов эффективного обмена всей информацией, которая необходима для оценки системного риска. 2. Как минимум, один государственный орган должен обладать, с одной стороны, доступом ко всей необходимой информации для оценки системного риска, а с другой - обладать максимальными возможностями (кадровыми, техническими, иными) для проведения такой оценки.

Третий блок характеризует *своевременное и эффективное применение инструментов макроэкономической политики*. В него включают следующие условия:

1. Существующие в государстве институциональные механизмы должны обеспечивать стремление противодействовать накоплению системного риска и снижать вероятность реализации макропруденциальных мер с опозданием.

Таблица 8 - Основные национальные модели макропруденциального регулирования

Характеристики модели	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6	Модель 7
Степень институциональной интеграции центрального банка и надзорных ведомств	Полная (все институты соединены в структуре ЦБ)	Частично	Частично	Частично	Нет	Нет (Частично*)	Нет
Орган, реализующий макропруденциальную политику	ЦБ	Комитет, связанный с ЦБ	Независимый комитет	ЦБ	Множеств о органов	Множество органов	Множество органов
Роль министерства финансов / казначейства	Нет (Активная*)	Пассивная	Активная	Нет	Пассивная	Активная	Нет
Разделение функций по принятию решений и контролю за инструментами их реализации	Нет	В некоторых сферах	Да	В некоторых сферах	Нет	Нет	Нет
Наличие органа власти, координирующего различные виды экономической политики	Нет	Нет	Нет (Да*)	Нет	Да	Да (Де-факто**)	Нет
Примеры государств с соответствующей моделью	Чехия Ирландия, Сингапур*	Великобритания Тайланд Румыния	Бразилия Франция* США	Бельгия Сербия Нидерланды	Австралия	Канада ЮАР* Корея**	Исландия Швейцария Перу

2. Ведущий орган государственной власти в сфере реализации макропруденциальной политики должен иметь четко сформулированный «мандат» и соответствующий ему набор властных полномочий.

3. Должна быть предусмотрена возможность дополнения «мандата» регулирующего органа и, при необходимости, расширения спектра его властных полномочий.

4. «Мандат» должен обеспечивать первостепенную важность задачи по снижению системного риска, но должен быть ориентирован и на второстепенные цели, в том числе для обеспечения баланса между эффектом макропруденциальных мер и издержек по их реализации.

Четвертый блок охватывает требования к *эффективной координации различных типов экономической политики*, к которым, в частности, относятся следующие:

1. Интеграция функций по регулированию финансового рынка в руках центрального банка способна обеспечить эффективную координацию макропруденциальной, денежно-кредитной и микропруденциальной политик.

2. Если отсутствует возможность разделить функции по разработке мер макропруденциальной политики и функции по ее реализации между различными органами, следует законодательно закрепить, как минимум, право выступать с рекомендациями в этой сфере за другими органами государственной власти.

3. Если право принятия решений в сфере макропруденциальной политики распределено между несколькими органами - регуляторами, то целесообразно сформировать консультативный орган из их представителей. Однако это не гарантирует полного устранения издержек и проблем, порождаемых коллективными действиями.

Несмотря на то, что после финансового кризиса 2007-2008 гг. государства мира начали вести активную работу по приведению национальных систем макропруденциального регулирования в соответствие с этими четырьмя блоками условий, эта работа далека от завершения. В частности, актуальным остается вопрос о том, существует ли универсальная институциональная модель эффективной макропруденциальной политики или же разработка и имплементация специфических для каждого государства моделей являются неизбежными.

Источники

1. Моисеев С.Р. Макропруденциальная политика [Электронный ресурс]. - URL: https://www.cbr.ru/statichhtml/file/50237/terms_dfs.pdf.

2. De Haan J., Oosterloo S., Shoenmaker D. European Financial Markets and Institutions [Электронный ресурс]. - URL: <http://bookre.org/reader?file=726386>.

3. Enhancing Financial Stability and Resilience. Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future [Электронный ресурс]. - URL: https://www.group30.org/images/uploads/publications/G30_EnhancingFinancialStabilityResilience.pdf.

4. Fuare A.P. Financial System: An Introduction [Электронный ресурс]. - URL: <https://bookboon.com/en/financial-system-an-introduction-ebook>.

5. Kawai M., Prasad E.S. Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/159338/adb-financial-market-regulation-and-reforms-emerging-markets-highlights.pdf>.

6. Levine Ross. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which Is Better? [Электронный ресурс]. - URL: http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/papers/2002_JFI_BB%20vs%20MBFS.pdf.

7. Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs38.pdf>.

8. Mishkin F.S. The Economics of Money, Banking and Financial Markets [Электронный ресурс]. - URL: <http://bookre.org/reader?file=1142616>.

9. Nier W. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0970.pdf>.

10. Nier E.W., Osiński J., Jácome L.I., Madrid P. Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11250.pdf>.

11. Stichele M.V. Financial Regulation in the European Union. Mapping EU Decision Making Structures on Financial Regulation and Supervision [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.somo.nl/financial-regulation-in-the-european-union>.

12. Van Steenis, Huw. Future of Finance. Review on the Outlook for the UK Financial System: What it Means for the Bank of England [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.bankofengland.co.uk/report/2019/future-of-finance>.

Контрольные вопросы

1. Какие элементы входят в финансовую систему государства, с точки зрения структурного подхода?

2. Каковы основные функции финансового рынка в экономике?

3. Что означает термин «транзакционные издержки»? Какие виды транзакционных издержек являются самыми распространенными на финансовом рынке?

4. Каковы основные виды финансовых посредников? Какие функции они выполняют на финансовом рынке?

5. Опишите структуру денежного рынка.

6. Какими несовершенствами рыночного механизма обусловлена необходимость государственного регулирования финансового рынка?

7. Назовите цель и задачи макропруденциальной политики на финансовом рынке.

8. Какие условия эффективности макропруденциальной политики выделяются современными экономистами применительно к финансовому рынку?

Темы рефератов

1. Реформы систем финансового регулирования в Великобритании и США после мирового финансового кризиса 2007-2008 гг.

2. Сравнительная характеристика роли центральных банков развитых стран в реализации макропруденциальной политики на финансовом рынке.

3. Системный риск на финансовом рынке: структура и способы управления.

4. Основные модели макропруденциального регулирования финансового рынка в странах с переходной экономикой.

Задания к главе 2

1. На основании информации, приведенной в выдержках из статьи Данилиной М.В. «Обзор финансового рынка, инвестиций и развития экономики Объединенных Арабских Эмиратов», выявите все элементы финансового рынка ОАЭ, классифицируйте финансовый рынок ОАЭ по типу продукта, особенностям инфраструктуры, способам осуществления транзакций, географической и национальной принадлежности и по используемым финансовым инструментам.

Данилина М.В.

Обзор финансового рынка, инвестиций и развития экономики Объединенных Арабских Эмиратов³

...

Страна придает большое значение роли инвестиций в процессе развития всех эмиратов, при этом частный сектор (национальный и иностранный) рассматривается как движущая сила для устойчивого роста. Особое значение придается прямым иностранным инвестициям (ПИИ), так как они приносят важные знания и опыт в те области, на

³ Данилина М.В. Обзор финансового рынка, инвестиций и развития экономики Объединенных Арабских Эмиратов // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. - 2011. - № 11. - С. 61-73.

которых страна изначально не специализировалась, создают новые рынки и рабочие места в наукоемких, высокодоходных отраслях. Поэтому значительные усилия направляются на изменение законодательства и создание среды, способствующей привлечению иностранного капитала и иностранных компаний на рынки ОАЭ. Уже достигнуты немалые успехи: страна заняла второе место среди арабских стран в двух международных рейтингах — по экономической свободе и прозрачности. Также ОАЭ заняли первое место в арабском мире по объему привлеченных инвестиций.

ОАЭ являются важным игроком на мировых рынках капитала благодаря инвестиционным учреждениям, таким как Инвестиционное управление Абу-Даби (Abu-Dhabi Investment Authority — ADIA), «Дубай Порте Уорлд», «Дубай Холдинг» и Международная нефтяная инвестиционная компания Абу-Даби (IPIC). Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA) контролирует инвестиции Абу-Даби — наиболее богатого эмирата ОАЭ и управляет инвестициями в зарубежные активы в размере около 360 млрд долл. и инвестициями в национальные активы в размере 900 млрд долл. Со дня основания государства его доходы не перестают расти.

Инвестиционное управление Абу-Даби ОАЭ, менеджмент которым осуществляет правительство эмирата Абу-Даби, был основан в 1976 г. Средняя доходность инвестиций фонда, по его собственным данным, за последние 30 лет составила около 8% годовых. В отчете фонда не указывается точный размер активов, имеющих в его распоряжении. По разным данным, они оцениваются в 500-800 млрд долл. В материалах Инвестиционного управления Абу-Даби (ADIA) говорится, что 60—85% активов фонд в 2009 г. инвестировал в Северную Америку и Европу. На долю Азии и развивающихся рынков пришлось 25-45% активов. От 10 до 20% активов были вложены в государственные облигации, 5-10% — в хедж-фонды, около 10 % держится в наличных. От 46 до 65% инвестированы в акции развитых и развивающихся компаний.

Начиная с 2000 г. начал активно развиваться фондовый рынок ОАЭ. Особо значимыми были следующие события: 1 февраля 2000 г. начала работу Администрация ОАЭ по ценным бумагам и товарам, которой подчиняются биржи ОАЭ (Emirates Securities and Commodities Authority — ESCA); 26 марта 2000 г. была основана фондовая биржа в Дубае; 26 марта 2000 г. финансовый рынок Дубая (Dubai Financial Market — DFM) начал первые торги по акциям семи зарегистрированных компаний при участии 10 брокеров; 18 сентября 2000 г. на финансовом рынке Дубая

иностранцы получили право совершать сделки по 20% акций компании Eтааг; 5 октября 2000 г. финансовый рынок Дубая начинает работать 6 дней в неделю, с субботы по четверг; 15 ноября 2000 г. начал работу рынок ценных бумаг Абу-Даби (Abu Dhabi Securities Market — ADSM); 19 июня 2001 г. финансовый рынок Дубая первым из фондовых бирж Ближнего Востока получил сертификат ISO 9001:2000; 11 июля 2001 г. на финансовом рынке Дубая впервые начаты торги по облигациям (компания Emirates); 16 января 2003 г. иностранцам разрешено совершать операции по 49% акций компании Tabreed; 29 марта 2003 г. на финансовом рынке Дубая впервые были зарегистрированы облигации государственного займа, выпущенные правительством Дубая; в октябре 2005 г. была начата открытая подписка на акции компании DanaGas, собравшая 78,5 млрд долл. при плане в 561 млн долл.

Начиная с 2000 г. объем сделок на фондовых биржах ОАЭ постоянно рос. На сегодняшний день в регионе работают семь фондовых бирж: две в ОАЭ (Абу-Даби и Дубай) и по одной в Бахрейне, Кувейте, Омане, Катаре и Саудовской Аравии. В конце октября 2005 г. общий объем их капитализации составил 1,17 трлн долл., в то время как в конце 2000 г. он достигал 119 млрд долл. Таким образом, он в два раза превысил суммарный ВВП стран Персидского залива. Для сравнения: по данным Интерфакс, капитализация российского рынка акций, вычисленная на основе торгующихся в РТС бумаг, в начале ноября составляла 415,922 млрд долл. с учетом рыночной стоимости ОАО «Газпром», достигающей 119,718 млрд долл.

В ноябре 2005 г. была создана Дубайская золото-товарная биржа (DGCM). Она была первой биржей товарных производных финансовых инструментов на Ближнем Востоке. На этой бирже представлены следующие фьючерсы и опционы. В ноябре 2010 г. объем контрактов на данной бирже составил 191,843 тыс. В октябре 2010 г. их число равнялось 209,994 тыс. Данная биржа оперирует с драгоценными бумагами, валютами, энергетической сферой (нефть) и металлами в течение удлиненного биржевого дня — с 8.30 до 23.30.

.....

Три биржи ОАЭ — ADSM, DFM и Дубайская золото-товарная биржа (DGCM) — находятся в ведении Управления по надзору за фондовым и товарным рынками ОАЭ (ESCA), строго следующего принципам Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

Рынок ценных бумаг Абу-Даби (ADSM) был основан 15 ноября 2000 г. указом правительства эмирата, которое дало ему как автономный

статус, так и финансовую и управленческую независимость. Биржа обладает правом создания собственных центров и филиалов за пределами Абу-Даби: на данный момент под его патронажем находятся эмираты Фуджейра, Рас-Эль-Хайма и Шарджа. Руководит биржей совет директоров, состоящий из девяти членов, назначаемых на 3 года.

Финансовый рынок Дубая (DFM), на котором торгуется до 80% акций, старше своего столичного собрата на 8 мес., он начал работу 20 марта 2000 г. Он также обладает независимостью и является важным элементом фондового рынка ОАЭ несмотря на то, что количество зарегистрированных на нем компаний еще невелико. На конец декабря 2005 г. на фондовом рынке ОАЭ торговались ценные бумаги 89 компаний, принадлежащих к четырем секторам: банки (22), обслуживание (25), производство (20) и страхование (22). На рынке представлены акции, совместные фонды (Mutual Funds) и облигации, в том числе и госзайма. Известность получила и компания Дана Газ (DanaGas) из Шарджи, которая является первой частной компанией региона по производству натурального газа. Сегодня пример успеха первоначального публичного предложения (Initial Public Offering — IPO) Дана Газ начали вписывать в историю фондовых рынков: выйдя на рынок с IPO на сумму в 561 млн долл., подписка на акции Дана Газ собрала в общей сложности 78,5 млрд долл. Помимо того что спрос превысил первоначальное предложение в рекордные 140 раз, сумма, собранная в результате подписки, эквивалентна ВВП экономически вполне успешной страны. Право подписки на акции Дана Газ получили только граждане ОАЭ и стран Персидского залива. Последние проявили к компании особый интерес: в период проведения подписки количество туристов из Саудовской Аравии превысило все ожидания. Всего было подано 398 тыс. заявок, около 44% от граждан ОАЭ и 56% — от граждан Саудовской Аравии, Кувейта, Бахрейна, Катара и Омана.

Важным сектором экономики является также сектор обслуживания: рыночная стоимость 25 компаний сектора в декабре 2005 г. составляла почти 100 млрд долл. Далее следует банковский сектор (22 компании стоимостью в 96 млрд долл.). Сектор производства отстает достаточно сильно — 20 его компаний стоят всего 26 млрд долл., а в секторе страхования 22 компании набрали ничтожные 27 млрд долл. Данная ситуация вполне характерна для рынков стран Ближнего Востока.

Хотя в 2005 г. более чем удвоились доходы многих финансовых учреждений, впечатляющие результаты банков ОАЭ были связаны, по крайней мере, отчасти с прибылями, полученными на местных фондовых

рынках: индекс Дубайского финансового рынка (DFM) вырос более чем в 2 раза в 2005 г., у его филиала, биржи в Абу-Даби (ADSM) — более чем на 80% за год, а интерес инвесторов к первоначальным размещениям акций на рынке (IPO) возрос.

В 2006 г., напротив, фондовые рынки ОАЭ, как и большинство региональных рынков, были весьма неустойчивыми. Общий индекс Национального Банка Абу-Даби (National Bank of Abu Dhabi — NBAD) (показатель фондового рынка для ОАЭ) упал на 41,2%, а в среднем по стране индексы упали на 40,3%. Рыночная капитализация упала на 63 млрд долл.

В 2006 г. с фондовой биржей НАСДАК Дубай активно сотрудничает с Financial Times Stock Exchange (FTSE). В это время был создан первый Совет сотрудничества стран Персидского залива, представляющий рыночные индексы внутренним, региональным и международным инвесторам. Эти индексы предназначены для облегчения создания инвестиционных продуктов, а также проложат путь для введения биржевых индексов производных финансовых инструментов, включая фьючерсы и опционы. Также используется платформа НАСДАК Дубай для производных финансовых инструментов. Платформа предлагает инвесторам информацию о срочном рынке ОАЭ, а также о фьючерсах на индекс FTSE НАСДАК Дубай ОАЭ 20. Этот индекс включает в себя 20 отдельных акций, которые котируются на бирже НАСДАК Дубай, Дубайском финансовом рынке (DFM) и бирже в Абу-Даби (ADSM). Все фьючерсы создаются на бирже НАСДАК Дубай на основе использования глобальных стандартов производных финансовых инструментов. Индекс FTSE НАСДАК Дубай ОАЭ 20 входит в Серию индексов FTSE НАСДАК Дубай. Серия индексов FTSE НАСДАК Дубай представляет изменение крупнейших и наиболее ликвидных компаний Совета сотрудничества стран Персидского залива, прежде всего Кувейта, Катара и ОАЭ.

Индекс FTSE НАСДАК Дубай ОАЭ 20 отражает показатели по крупнейшим и наиболее ликвидным акциям ОАЭ. Этот индекс был разработан для предоставления больших возможностей для инвестиций как внутренних, так и международных инвесторов и имеет высокую корреляцию с динамикой финансовых рынков ОАЭ и Ближнего Востока, включая Саудовскую Аравию.

Важными эмиратами ОАЭ являются эмират Абу-Даби и эмират Дубай. Эмират Абу-Даби контролирует четыре суверенных фонда благосостояния: Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA), меньшая по размеру, но имеющая более агрессивную стратегию Девелоперская

компания Мубадала (Mubadala Development Company), Международная нефтяная инвестиционная компания (International Petroleum Investment Company — IPIC) и Инвестиционный совет Абу-Даби (Abu Dhabi Investment Council). В течение нескольких десятилетий все эти четыре суверенных фонда благосостояния, созданные для управления нефтегазовыми доходами эмирата, укрепляли свои позиции на региональном и глобальном рынках нефти, что способствовало диверсификации экономики Абу-Даби и снижению рисков, связанных с волатильностью цен нефти на мировых рынках.

В целом все четыре фонда достаточно активно проявляют себя в экономической сфере. Из-за своего размера, разнообразия применяемых финансовых инструментов и диверсификации своих вложений Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA) занимает центральное положение среди остальных суверенных фондов благосостояния. Его целью является функционирование в роли умелого портфельного инвестора. В его стратегию входит трансформация нефтяного благосостояния эмирата в портфель профессионально управляемых финансовых активов. Недостаточная степень прозрачности данного фонда, отсутствие большого количества годовых отчетов, которые существуют, например, у суверенного фонда благосостояния Норвегии, сделали Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA) объектом спекуляций и дискуссий об объеме его активов и степени его влияния на глобальные финансовые рынки. По этой причине любые изменения в сфере функционирования суверенных фондов благосостояния будут вызывать дискуссии о роли Инвестиционного управления Абу-Даби (ADIA) и возможности сохранения им своих лидирующих позиций.

Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA) выполняет также роль сопредседателя Международной рабочей группы суверенных фондов благосостояния (International Working Group of Sovereign Wealth Funds), работающей над развитием добровольного кодекса поведения для суверенных фондов благосостояния. В марте 2008 г. Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA) достигло соглашения с Министерством финансов США и Сингапуром по поводу установления ряда принципов, направленных на достижение прозрачности и приоритета экономических, а не политических целей суверенных фондов благосостояния, а также избежание проведения фондами политики протекционизма. Это доказывает стремление Инвестиционного управления Абу-Даби (ADIA) к активному вмешательству в общественные и политические дебаты и

дискуссии по поводу создания и совершенствования глобальной финансовой архитектуры.

Тем временем пока Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA) занимается совершенствованием управления своими активами, Девелоперская компания Мубадала (Mubadala Development Company) взяла на себя задачу внести вклад в диверсификацию экономики эмирата Абу-Даби. Он следует стратегии агрессивного построения новых международных сетей, развития партнерских отношений с зарубежными компаниями мирового уровня и вовлечения их в деятельность совместных предприятий, что значительно расширяет экономические связи эмирата.

Этот подход дополняется деятельностью Международной нефтяной инвестиционной компании (IPIC) в энергетическом секторе. Сфера деятельности Инвестиционного совета Абу-Даби (Abu Dhabi Investment Council) и его особенности и отличительные черты, которые отделяли бы его от других суверенных фондов благосостояния, пока четко не определены. Его стратегией могли бы стать пересмотр и корректировка регионального портфеля эмирата Абу-Даби.

В то время как в эмирате Абу-Даби суверенные фонды благосостояния уже несколько лет функционируют и совершенствуют свою деятельность, эмират Дубай только совсем недавно создал свои суверенные фонды благосостояния. Как и у эмирата Абу-Даби, его целью также является получение экономических выгод от реализации своих инвестиционных возможностей в глобальном масштабе. Трудности в достижении этой цели создает то, что у Дубая нет такого обширного опыта управления государственными активами, как у эмирата Абу-Даби. По этой причине инвестиционная сфера Дубая является достаточно фрагментарной. Создается впечатление, что частная собственность в Дубае доминирует больше, чем в других регионах мира. Основным инвестиционным инструментом Дубая является компания Istithmar World. Слово «*istithmar*» в национальном языке ОАЭ означает «*инвестиции*». Основанная в 2003 г. и имеющая капитал в размере 12 млрд долл. компания Istithmar World позиционирует себя на мировых финансовых рынках в качестве крупного институционального инвестора, размещая активы объемом около 3 млрд долл. Его инвестиционный портфель включает вложения более чем в 50 компаний в сфере финансовых услуг, потребительском и промышленном секторе и сфере недвижимости.

Компания Istithmar World принадлежит Инвестиционной корпорации Дубая (Investment Corporation of Dubai — ICD), которая является крупной

государственной корпорацией, созданной в 2006 г. путем трансферта из инвестиционного отдела финансового департамента правительства ОАЭ. Такая сложная структура управления и распределения собственности является предметом дискуссий о степени прозрачности суверенных фондов благосостояния в Дубае.

Другим значимым институциональным инвестором Дубая является компания Международный капитал Дубая (Dubai International Capital — DIC), которая была основана в 2004 г. с объемом активов в размере 13 млрд долл. Ее целью является создание глобально диверсифицированного портфеля, вкладывающего в промышленность Северной Америки, Европы, Азии (регион Тихого Океана), Среднего Востока и Северной Африки. Ее стремление к росту своей роли на мировом рынке привело к ее вложениям в активы около 500 компаний и созданию Глобального стратегического фонда акций (Global Strategic Equities Fund — GSEF), объем которого составляет 2 млн долл. К инвестициям компании Международный капитал Дубая (DIC) относятся инвестиции в компании Sony, HSBC Holdings Plc., EADS и индийскую сервисную компанию ICICI.

Всего за несколько лет своего функционирования суверенные фонды благосостояния Дубая и компании, которые причисляют к суверенным фондам благосостояния, как, например, компания Международный капитал Дубая (DIC), стали быстро развиваться и за короткий период времени проявили себя умелыми портфельными инвесторами. Тем не менее на сегодняшний день достаточно сложно определить специфику функционирования и роль каждого из них в экономике Дубая и ОАЭ.

Следует отметить, что, хотя Дубай стремится стать центром сферы финансовых услуг, ни компания Istithmar World, ни компания Международный капитал Дубая (DIC) не проявляют себя в качестве кандидатов для поддержки этих амбиций. Несмотря на то, что крупная инвестиционная компания Дубая — Международный финансовый центр Дубая (DIFC) — поставила перед собой цель осуществления стратегических инвестиций в банковском секторе, таких как, например, приобретение около 2,2% акций немецкого банка Deutsche Bank летом 2007 г., Дубай пока еще не имеет эффективного инвестиционного инструмента и разработанной консолидированной инвестиционной стратегии. Причиной отсутствия определенной стратегии может быть сложная структура собственности суверенных фондов благосостояния Дубая, которая создает сложности в их управлении. Это также делает Дубай уязвимым для дискуссий о степени прозрачности и

организационной структуре его суверенных фондов, хотя каждый из них по отдельности может быть более прозрачен, чем некоторые другие суверенные фонды благосостояния в арабском мире.

Таким образом, структура суверенных фондов благосостояния ОАЭ является достаточно сложной. В то же время в целом экономика ОАЭ имеет достаточный потенциал для своего развития.

2. Оцените политику регулирования финансового рынка, представленную в материалах по статье Гроссмана Ю.А. «Системные риски и подходы к международному регулированию финансовых рынков», с точки зрения макропруденциального подхода.

Системные риски и подходы к международному регулированию финансовых рынков⁴

Недавние законодательные меры США и ЕС по снижению системных рисков

С момента наступления мирового финансового кризиса были приняты значительные меры по предотвращению подобных явлений в будущем как на национальном, так и на международном уровне. Очень важной мерой по урегулированию последствий кризиса и по снижению системных рисков является принятие закона Додда–Франка (в особенности – его составная часть, Директива о прозрачности и подотчетность Уолл-стрит), принятый в 2010 г. Закон призван увеличить прозрачность финансовых рынков, ужесточить регулирование и усилить контроль на рынке внебиржевых ПФИ.

Закон Додда–Франка представляет из себя очень обширный документ, изложенный более чем на 2400 страницах и учитывающий значительное число особенностей финансового сектора США. Документ содержит требования о перемещении торговли внебиржевыми инструментами на биржи. Однако это возможно, только если инструмент возможно стандартизировать. При этом особенностью многих внебиржевых инструментов является их индивидуальный характер. Для того чтобы все же ограничить торговлю внебиржевыми деривативами, авторы закона также ввели требования к обязательному присутствию центральных контрагентов во внебиржевых сделках, к увеличению размера обеспечения по подобным сделкам (там, где обеспечение уже подразумевалось, а там, где не подразумевалось, – требование к его введению), а также обязанность участников рынка учитывать подобные

⁴Гроссман Ю.А. Системные риски и подходы к международному регулированию финансовых рынков // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. - 2016. - Т. 3. - № 2. - С. 95–114.

сделки у себя на балансе и отчитываться перед регулятором. После вступления закона в силу, сделки и участники сделок со свопами на процентные ставки, а также с товарными, валютными и индексными свопами подпадают под надзор Комиссии по Торговле Товарными Фьючерсами (Commodity Future Trading Commission); надзор за рынком ПФИ на ценные бумаги (например, опционы на покупку/продажу ценных бумаг, опционы на индексы акций, CDS) осуществляется Комиссией по Ценным Бумагам и Биржам (Securities and Exchange Commission или SEC). Также теперь создание любых новых видов ПФИ подлежит обязательному согласованию упомянутыми регуляторами. Закон также запрещает банкам совершать слишком рискованные сделки за счет собственных средств и средств вкладчиков, ограничения на участие в хедж-фондах. Для совершения наиболее рискованных видов сделок банки теперь должны создавать дочерние организации, т. к. подобные сделки могут совершать лишь юридические лица, не являющиеся банками и соответствующие определенным критериям. Кроме упомянутых требований закон Додда–Франка содержит еще один важный аспект, а именно – введение строгого порядка ликвидации системообразующих финансовых организаций с участием правительства США. Теперь системообразующие финансовые организации, с консолидированными активами свыше 50 млрд дол. США и осуществляющие свою деятельность в США (т.е. являющейся не только американскими организациями), и включенные в перечень системообразующих Советом по Надзору за Финансовой Стабильностью (FSOC), обязаны регулярно отчитываться о том, как можно безболезненно провести процедуру их ликвидации при появлении такой необходимости. Кроме того, правительство США принимает лишь ограниченное участие в спасении компаний «Too big to fail» (англ. «Слишком большой, чтобы рухнуть»): правительство оказывает ограниченную финансовую помощь и оттягивает наступление банкротства, а затем передает завершение процедуры ликвидации другим системообразующим организациям. Эта мера помогает избежать лишних трат средств налогоплательщиков и стимулирует крупные финансовые организации вести бизнес более умеренно, делать свою структуру более простой и прозрачной. Кроме того, теперь все организации, совершающие сделки со свопами, лишены права на какую-либо государственную финансовую помощь (например, кредиты ФРС или государственные гарантии). К основным участникам рынка свопов предъявляются дополнительные требования по уровню обеспечения и собственного капитала, кроме требований, установленных

клиринговыми центрами. Также участники рынка внебиржевых ПФИ стали обязанными предоставлять всю информацию о сделках в депозитарии, а данные о котировках – публиковать в общий доступ.

Схожие меры были приняты и в Европе в виде реформ директивы «О рынках финансовых инструментов» (Markets in Financial Instruments Directive – MIFID), а также в виде создания «Директивы Европарламента и Совета Европы о Внебиржевой Торговле Деривативами, Центральном Контрагенте и Регистре Сделок», последовавших после встречи участников G-20 в Питтсбурге в сентябре 2009 года. Вторую часто принято сокращенно называть на английском языке EMIR (European Market Infrastructure Regulation). Согласно EMIR, участники внебиржевого рынка ПФИ обязаны использовать высокотехнологичные методы оценки собственных рисков, а объемы контрактов ограничиваются размерами капитала (напоминаем, что до ужесточения законодательства контрагенты могли заключать сколь угодно большие контракты с внебиржевыми ПФИ, независимо от количества собственных средств). Каждая страна ЕС в соответствии с Директивой должна была подготовить соответствующие требования к надзору за организациями внутри страны, в частности за центральными контрагентами, и к надзору за сделками, что способствовало сильным задержкам в выполнении глобальных целей, поставленных перед EMIR.

Основные современные системные проблемы, генерирующие системные риски. Рынок ПФИ, как важный фактор

В наши дни, несмотря на серьезные меры со стороны государств по урегулированию последствий кризиса 2008–2009 гг. и по предотвращению новых кризисных явлений, как никогда остро стоит проблема прогнозирования и снижения глобальных системных рисков. В данном разделе сформулированы проблемы мировой финансовой системы, которые складываются в глобальные системные риски. Ниже в общем виде приведены основные из них:

- чрезмерно большая система запутанных и зачастую непрозрачных финансовых взаимосвязей между разными участниками финансовых рынков по всему миру. Данный фактор вытекает из самого названия «системный» риск. Суть заключается в том, что существование длинных цепочек контрагентов из самых разных финансовых и нефинансовых отраслей, из самых разных уголков планеты, построенных на самых разных видах инструментов и обязательств, создают возможность ситуации, когда при неплатежеспособности одного контрагента по цепочке несут убытки практически все остальные контрагенты;

- невозможность оказания со стороны более сильных финансовых институтов, в т.ч. со стороны государства, достаточной финансовой помощи, когда происходит цепная реакция банкротств. Для большинства людей не секрет, что, несмотря на многомиллиардные вливания властями США, стран ЕС, стран СНГ и многих других стран, в их финансовый сектор в период кризиса 2008–2009 гг., им не удалось удержать данный сектор от больших потерь, а экономику – от рецессии. При этом трудно представить, что было бы, если бы государственные органы пустили тогда все на самотек и не стали бы вливать средства вовсе;

- проблема подходов к регулированию финансовой системы в разных странах, проблема единообразного понимания и использования терминов субъектами финансовых рынков, закрепления данных терминов и классификаций на международном законодательном уровне. Данная проблема порождает две другие: во-первых, многие участники финансовых рынков не вполне понимают, какие финансовые инструменты они используют, и к каким последствиям это может привести; во-вторых, многие финансовые организации, более осведомленные в силу своей деятельности, активно используют лазейки в законодательстве и совершают различные махинации, которые они зачастую успешно скрывают от регуляторов, поскольку те не всегда даже могут определить, в компетенцию какого органа входит надзор за теми или иными видами операций и инструментов;

- низкие ограничения для лиц, желающих совершить финансовые сделки. В США до наступления финансового кризиса предъявлялись неприемлемо низкие требования к ипотечным заемщикам, к сторонам внебиржевых сделок с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами – ими могли стать практически любые юридические и физические лица. Ситуация в Европе обстояла ненамного лучше на тот момент. Это, с одной стороны, в большой мере стимулировало экономику, но вместе с тем послужило одной из первопричин возникновения финансового пузыря, взрывом которого можно считать кризис 2008–2009 гг.;

- непрозрачность финансовых рынков, перекосы в информации. Ситуация, когда о многомиллиардных сделках знают только сами участники этих сделок, которая также имела место быть в предкризисный период, опасна не только потому, что государство не обладает достаточной информацией и не может в полной мере контролировать рынок, но и потому, что многочисленные контрагенты упомянутых организаций не знают их реальное финансовое положение и рискуют

иметь дело с потенциальным банкротом, тогда как отчетность данных организаций выглядит безупречно;

- большой объем сделок, не обеспеченных реальными активами. Возможность заключения практически неограниченного количества необеспеченных сделок с финансовыми инструментами порождает огромные финансовые пузыри, несущие в себе системные риски.

Частично некоторые из вышеупомянутых проблем были решены с помощью ужесточения регулирования и надзора за финансовыми рынками со стороны США и ЕС. Например, как уже было сказано, в значительной степени решена проблема прозрачности внебиржевого рынка ПФИ и осведомленности регулирующих органов, а также проблема низких барьеров вхождения в рынок и отсутствия обеспечения по сделкам. Однако ряд проблем остается, и даже появляются новые, связанные с возникшими диспропорциями в регулировании. Несмотря на то, что новое законодательство, принятое после кризиса в США и в ЕС, преследует примерно одни и те же цели и является достаточно схожим по большинству положений, в нем есть некоторые принципиальные различия. Так, в ЕС к участникам рынка ПФИ предъявляется требование хранить все данные о сделках с ПФИ для возможности обратиться к ним при возникновении необходимости выявить какое-либо нарушение. Требования в США и в ЕС к предоставлению информации по дериватаивам в торговые репозитории различаются по срокам и способам: в ЕС – не позднее рабочего дня, следующего за днем заключения сделки или изменения ее параметров, тогда как для США этот срок составляет от тридцати минут до сорока восьми часов, в зависимости от вида информации и контрагента. При этом в ЕС данную информацию обязаны предоставить обе стороны сделки, а в США – только одна. Зато в европейском регулировании отсутствует требование, имеющееся в США, об обязательном фактическом преобразовании поставочных свопов в поставочные фьючерсы, а участники таких сделок должны предоставлять данные по ним в CFTC. Различается регулирование также по такому принципиальному вопросу, как перечень ПФИ, подлежащих обязательному клирингу: процентные, кредитные, товарные и валютные ПФИ, а также ПФИ на акции – в ЕС; кредитные и процентные ПФИ (не подлежат регулированию валютные форварды и свопы, остальные инструменты еще не добавлены в перечень) – в США. Также в ЕС к сделкам, не оплаченным на момент введения требований об обязательном клиринге, предъявляются требования о его проведении, чего нет в США.

Все упомянутые различия, кажущиеся на первый взгляд не существенными, уже сейчас создают так называемые «законодательные» спреды – различия в регулировании финансовых рынков разных стран, приводящие к диспропорциям ограничений в уровнях издержек по одним и тем же инструментам. Данные спреды могут использоваться для обхода законодательства, а также для арбитража (получение прибыли за счет спредов), что способствует возникновению новых рисков в среднесрочной и долгосрочной перспективе. После принятия упомянутых мер интерес в мире к рискованным финансовым сделкам и махинациям едва ли упал. Да, объем сделок с CDS как с инструментом, претерпевшим наиболее жесткие изменения, упал с момента кризиса в два раза, однако его объемы по прежнему остаются колоссальными (более 30 трлн долларов при уровне мирового ВВП всего около 70 трлн долларов), кроме того, данное сокращение произошло во многом из-за взаимозачетов, имевших место быть в результате судебных тяжб между контрагентами.

Осложняет ситуацию также тот факт, что значительную долю финансовых рынков занимают фонды, осуществляющие торговлю с помощью алгоритмизированных систем, которые строят прогнозы поведения цен на основе сложных статистических моделей, а также мониторят рынок в поисках ценовых спредов. Проблема заключается в том, что при управлении активами данных фондов анализ финансового положения организаций – эмитентов ценных бумаг и финансовых инструментов, входящих в портфель фондов, намеренно практически не осуществляется. Большую долю сделок в таких фондах совершают не люди, а суперкомпьютеры, а сотрудники фондов лишь вводят переменные, настраивают и совершенствуют модели. Подобная ситуация приводит к тому, что, несмотря на рост прозрачности рынков, многие его участники осуществляют сделки практически вслепую, не отдавая себе отчет в том, что их инвестиции могут оказаться ненадежными. Кроме того, поскольку размеры спредов на рынке, стремящемся к равновесным ценам, очень малы, для получения достаточно высокой прибыли на арбитражных операциях подобного рода, хедж-фонды стремятся увеличивать частоту совершаемых сделок и размер кредитного плеча.

Таким образом, можно сказать, что каждая единица риска, который несет хедж-фонд, совершая операции с большим плечом, умножается в количество раз, кратное размеру этого плеча. При этом если банкам на данный момент запрещено совершать рискованные операции с финансовыми инструментами за счет средств вкладчиков, то на хедж-фонды это правило не распространяется. И хотя для инвестиций в хедж-фонды в

большинстве стран существуют определенные барьеры, данные барьеры совершенно не существенны для банков, поэтому те могут инвестировать средства вкладчиков в фонды, обходя таким образом закон.

Как в США, так и в ЕС требования о гарантийном обеспечении для некоторых распространенных и при этом наиболее рискованных видов внебиржевых ПФИ (например, процентные и валютные свопы и опционы) либо незначительны, либо отсутствуют вовсе, в результате чего продолжают создаваться огромные непокрытые позиции в ПФИ (рисунки 6 и 7).

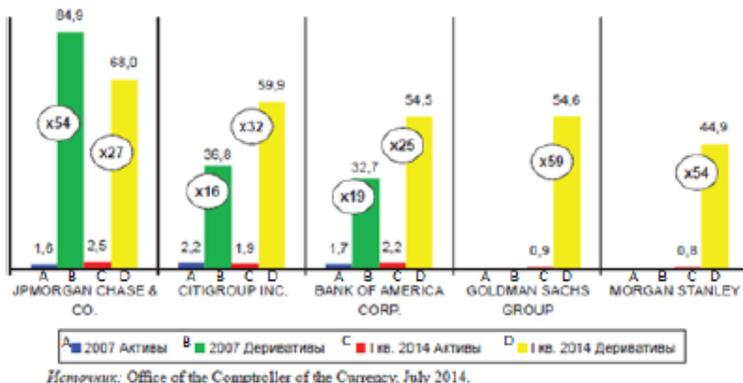


Рисунок 6. Крупнейшие американские финансовые холдинги – держатели деривативов: объем деривативов, активов (трлн долл.) и их соотношение (раз)

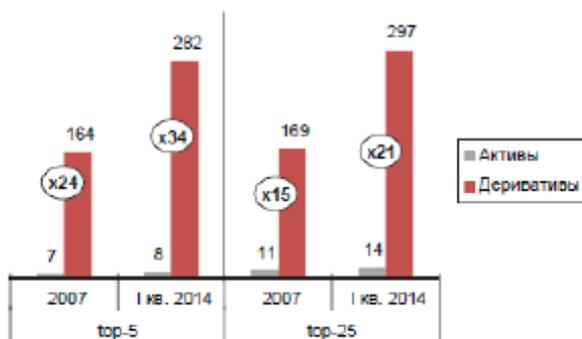


Рисунок 7. Крупнейшие (top-5, top-25) американские финансовые холдинги – держатели ПФИ: объем деривативов, активов (трлн долл.) и их соотношение (раз)

Установление более жестких требований к рынку внебиржевых ПФИ увеличило издержки для его участников, чем просто создало барьеры для мелких участников, тогда как крупнейшие финансовые институты лишь, наоборот, нарастили свои позиции (рисунки 6 и 7), оказавшись в доминирующем положении. Увеличение концентрации позиций по внебиржевым ПФИ в руках крупнейших американских и европейских финансовых корпораций приводит, на наш взгляд, едва ли не к большим системным рискам, чем риски, которые реализовались в финансовом кризисе 2008 г., ведь теперь еще большая доля кредитного риска, связанного с внебиржевыми ПФИ, приходится на системообразующие организации.

3. Каждому из приведенных ниже терминов и понятий необходимо найти соответствующее определение.

Цифровое обозначение	Термин	Буквенное обозначение	Определение
1	Брокер	А	Профессиональный участник РЦБ, обладающий возможностью совершения операций с ценными бумагами от своего имени и за свой счет.
2	Внебиржевой рынок	Б	Ценная бумага, оформленная по строго установленным правилам, а также дающая право ее владельцу на получение возврата зафиксированной в ней суммы от должника.
3	Регуляторы финансового рынка	В	Эмиссионная ценная бумага, дающая право ее владельцу на возможность управления АО и на право получения дивидендов.
4	Кассовый рынок ЦБ	Г	Юридическое или физическое лицо, не участвующее в торговле в качестве принципала, а являющийся посредником между продавцом и покупателем.
5	Рынок облигаций	Д	Рынок немедленного исполнения сделок
6	Срочный рынок ЦБ	Е	Организация, основная задача которой заключается в выпуске ценных бумаг для развития и финансирования своей деятельности.

7	Дилер	Ж	Неорганизованный рынок ценных бумаг, на котором отсутствует орган, контролирующий и регулирующий деятельность всех участников торгового процесса.
8	Эмитент	З	Рынок с отсроченным исполнением сделки
9	Вексель	И	Некоммерческие организации, основная задача которых заключается в распределении ресурсов и формировании финансовой политики государства.
10	Акция	К	Составная часть РЦБ, характеризующаяся среднесрочными и долгосрочными заимствованиями

4. Определите, верны (В) или неверны (Н) следующие утверждения.

1). Финансовая система сильно воздействует на экономику страны, оказывая влияние на экономический результат ключевых игроков рынка и определяя тем самым общий уровень благосостояния.

2). Финансовые рынки не выполняют функцию минимизации транзакционных издержек.

3). Возникновение косвенных транзакционных издержек обусловлено необходимостью распространения информации на рынке о намерении субъекта продавать или приобретать финансовые инструменты.

4). Наиболее яркими представителями недепозитарных финансовых посредников являются: паевые инвестиционные фонды, страховые компании и пенсионные фонды и т.д.

5). Макропруденциальная политика – это промежуточное звено между денежно-кредитной политики ЦБ и микропруденциальным регулированием и надзором, необходимое для минимизации риска возникновения несостоятельности отдельных финансовых посредников, а также для защиты интересов всех заинтересованных лиц.

3. Особенности макропруденциального регулирования российского финансового рынка

3.1 Структура и текущее состояние российского финансового рынка

Финансовый рынок Российской Федерации по своему строению соответствует общей модели, описанной в параграфе 2.2. Схематически структура российского финансового рынка представлена в таблице 9.

Таблица 9 - Структура российского финансового рынка

	Кредитор / инвестор	Посредник / инфраструктура	Финансовые инструменты	Заемщик / эмитент
Российский сегмент	Население Предприятия Государство	Банки Страховые организации Негосударственные пенсионные фонды Лизинг, факторинг, микрокредитные финансовые организации, ломбарды, кредитные потребительские кооперативы	Долговые: - облигации - кредиты - депозиты Гибриды: - конвертируемые облигации - субординированные кредиты - структурные продукты	Население Предприятия Государство
Иностранный сегмент	Институциональные и розничные инвесторы	Доверительные управляющие Инвестиционные консультанты Биржи Платежные системы Брокеры, дилеры Репозитарии Регистраторы Депозитарии Клиринговые организации Кредитные рейтинговые агентства Бюро кредитных историй Актуарии Аудиторы Ценовые центры Администраторы финансовых индикаторов	Долевые: - акции - участие в капитале Прочие: - страховые продукты - пенсионные планы - инструменты хеджирования - проектное финансирование	

Уровень развития финансового рынка определяется фундаментальными характеристиками социально-экономического положения страны: диверсифицированностью экономики, уровнем благосостояния населения, развитостью государственных и правовых институтов, степенью интеграции внутреннего финансового рынка в глобальные рынки капитала и другими.

Согласно исследованию, проведенного под эгидой Банка России, модель финансового рынка России во многом схожа с моделями других стран с формирующимися рынками, включая Венесуэлу, Аргентину, Индонезию, Колумбию, Турцию, Уругвай, Македонию, Мексику, Румынию. Модели такого типа относятся к категории «автономных» и характеризуются следующими признаками:

- опора на собственные финансовые ресурсы, – как правило, благодаря доходам от сырьевого экспорта;
- приоритетная роль бюджетных и межфирменных каналов перераспределения финансовых ресурсов;
- ограниченная потребность в перераспределении через посредников;
- ключевые показатели финансового развития - рыночная власть, прибыльность и ликвидность банков, показатели охвата финансовыми услугами;
- преимущественно ориентированная на банки структура финансового сектора;
- принципы регулирования финансового сектора сформулированы в рамках французской правовой доктрины;
- высокая степень вмешательства государства в финансовый сектор;
- умеренная степень финансовой открытости;
- умеренная степень институциональной интеграции функций регулирования и надзора за финансовым сектором.

В целом страны, относящиеся к этой модели, характеризуются более слабым развитием финансового сектора. Они также в большей степени подвержены банковским кризисам, чем страны, относящиеся к другим моделям.

Слабое развитие рынка капитала и отсутствие прочного базиса институциональных инвесторов в лице страховых компаний и пенсионных фондов ограничивают возможности российской экономики по трансформации сбережений населения в долгосрочные инвестиции, необходимые для устойчивого роста экономики и повышения благосостояния граждан. Приток иностранных инвестиций в отечественную экономику в последние годы существенно замедлился из-

за ограничения доступа к внешним рынкам капитала вследствие введенных западными государствами финансово-экономических санкций в отношении России.

К другим особенностям финансового рынка России относятся:

- довольно высокий уровень концентрации в отдельных секторах, в первую очередь – в банковском, где на пять крупнейших кредитных организаций приходится 60,4% совокупных активов всего сектора;

- низкая активность населения на финансовом рынке. В структуре сбережений населения доминируют банковские депозиты, что во многом обусловлено мерами Банка России, укрепившими надежность банковской системы (в том числе стабильностью функционирования системы страхования вкладов), а также исторически низким доверием к небанковским финансовым посредникам из-за деятельности теневых и недобросовестных участников рынка;

- неоднородный уровень доверия граждан к финансовым организациям. При этом 26% граждан считают невозврат кредита допустимым, а 38% полагают, что небольшая задержка во внесении платежей по кредиту не страшна. Это является следствием не столько низкого этического уровня российских заемщиков, сколько их низкой осведомленности в финансовых вопросах (например, непонимание значения кредитной истории). Последнее подтверждается исследованием финансовой грамотности, проведенным в 2016 году Организацией экономического сотрудничества и развития в 26 странах, по результатам которого Россия заняла 23-е место.

С учетом этих особенностей ключевыми направлениями развития российского финансового рынка в краткосрочной перспективе являются развитие конкурентной среды на финансовом рынке, развитие потенциала финансового рынка по трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции, развитие источников и инструментов рынка капитала, реализация комплекса мер по повышению доверия на финансовом рынке, а также развитие инструментов проактивного надзора на финансовом рынке.

Как ответственность за управление системным риском на российском финансовом рынке, так и основной объем полномочий в сфере регулирования данного рынка закреплены за мегарегулятором - Банком России.

3.2 Мегарегулятор - модель регулирования российского финансового рынка

Одной из существующих в современной мировой экономике моделей регулирования финансовых рынков, основанной на ведущей роли одного института, является модель мегарегулятора. Под *мегарегулятором* понимается организация регулирования и надзора за всеми участниками финансового сектора, а также инфраструктурой финансового рынка в рамках единого государственного органа. Популяризация такой модели проходила на протяжении 1990 – 2000-х гг. под влиянием процессов консолидации в финансовом секторе, развития гибридных финансовых инструментов и формирования диверсифицированных финансовых холдингов и конгломератов. Число мегарегуляторов быстро выросло с нескольких (в частности, первые из них появились в Норвегии и Сингапуре) в начале 1980-х гг. до трех десятков в конце 2000-х гг.

В область интеграции попадает несколько направлений работы государственных органов: макропруденциальная политика; микропруденциальное регулирование и надзор; надзор за соблюдением правил корпоративного поведения и защита прав потребителей финансовых услуг; обеспечение справедливой конкуренции в финансовом секторе. Каждое из перечисленных направлений отвечает за устранение определенного типа недостатков рыночной экономики или поведения экономических агентов: системные риски, микроэкономические проблемы (такие, как информационная асимметрия), риск безответственного поведения, стремление рынка к концентрации и ослаблению конкуренции. Конечная цель создания интегрированной модели финансового регулирования и надзора заключается в обеспечении устойчивости финансового сектора в целом как на макропруденциальном уровне, так и на микропруденциальном уровне.

Как уже указывалось в параграфе 2.7, во многих странах макропруденциальной политикой занимается центральный банк, в то время как микропруденциальные вопросы сосредоточены в агентствах, а проблемы конкуренции – в специализированных антимонопольных органах. Конфигурация национальных органов регулирования отражает множество факторов, включая историческое развитие, структуру финансового сектора, политическую систему, деловые традиции и обычаи, а также размер экономики и обслуживающего ее финансового сектора.

Классификация мегарегуляторов финансового рынка приведена в таблице 10.

Таблица 10 - Классификация мегарегуляторов финансового рынка

Тип мегарегулятора	Примеры государств с мегарегулятором соответствующего типа
Единый автономный финансовый мегарегулятор	Австрия, Венгрия, Германия, Дания, Исландия, Киргизия, Коста-Рика, Латвия, Мальта, Никарагуа, Норвегия, ОАЭ, Тайвань, Швеция, ЮАР, Южная Корея, Япония
Единый финансовый мегарегулятор на базе центрального банка	Армения, Бахрейн, Казахстан, Литва, Макао, Малави, Мальдивы, Сингапур, Словакия, Уругвай, Фиджи, Эстония, Россия
Мегарегулятор банковского и фондового рынков	Люксембург, Мексика, Финляндия
Мегарегулятор банковского и страхового рынков	Венесуэла, Гватемала, Канада, Колумбия, Малайзия, Перу, Сальвадор, Саудовская Аравия, Эквадор
Мегарегулятор фондового и страхового рынков	Болгария, Боливия, Маврикий, Украина, Чили, Ямайка

Обзор организационных структур управления в центральных банках, отвечающих за интегрированный надзор и регулирование, показал, что оптимальная форма интегрированного надзора и регулирования состоит в функциональной модели организации мегарегулятора. В ней профильные структурные подразделения выполняют единые функции для всех типов финансовых посредников. Ее основное преимущество – организация полноценного надзора за финансовыми группами (конгломератами) на консолидированной основе. Однако функциональная модель организационной структуры в чистом виде существует только в Чехии.

С 1 сентября 2013 г. Банк России наделен функциями мегарегулятора отечественного финансового рынка. С этого момента ему были переданы, в частности, такие полномочия, как:

- разработка и проведение политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации (во взаимодействии с Правительством РФ);

- осуществление регулирования, контроля и надзора за деятельностью некредитных финансовых организаций (в том числе страховых, клиринговых, микрофинансовых организаций, НПФ, ПИФ и др.);

- осуществление контроля и надзора за соблюдением эмитентами требований законодательства РФ об акционерных обществах и ценных бумагах;

- осуществление регулирования, контроля и надзора в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах;

- осуществление защиты прав и законных интересов акционеров и инвесторов на финансовых рынках, страхователей, застрахованных лиц и выгодоприобретателей, а также застрахованных лиц по обязательному пенсионному страхованию, вкладчиков и участников негосударственного пенсионного обеспечения.

Реализуемые в совокупности, данные функции направлены на обеспечение финансовой стабильности на отечественном финансовом рынке, в том числе за счет мер макропруденциальной политики. Инструментами макропруденциального регулирования, находящимися в распоряжении Банка России на современном этапе, являются:

- *антициклическая надбавка;*

- *надбавки к коэффициентам риска* (в совокупности с антициклической надбавкой служит цели регулирования избыточной долговой нагрузки субъектов экономики, а самостоятельно применяется в целях противодействия снижению стандартов кредитования);

- *норматив краткосрочной ликвидности (LCR);*

- *показатель чистого стабильного фондирования (NSFR)* (совместно с нормативом краткосрочной ликвидности используется для контроля за ростом краткосрочного фондирования);

- *использование института центрального контрагента, осуществляющего неттинг обязательств и гарантирующего их исполнение перед участниками финансового рынка* (применяется для контроля за ростом рисков контрагентов);

- *надбавка поддержания достаточности капитала;*

- *надбавка за системную значимость.*

В условиях повышения роли Банка России как мегарегулятора возросла важность оценки системных эффектов при реализации

макроэкономических шоков. С этой целью Банк России использует макропруденциальное стресстестирование, позволяющее учитывать риски финансовых организаций на групповой основе, а также взаимосвязи между ними. В период 2019–2021 годов планируется продолжить развитие инструментария макропруденциального стресстестирования: расширить периметр стресс-тестирования, включить в него профессиональных участников рынка ценных бумаг, лизинговые компании, институты развития; оценивать системные эффекты коллективных действий участников; учитывать взаимовлияние шоков финансового и реального секторов экономики.

3.3 Инициативы участников российского финансового рынка по совершенствованию его регулирования

С 2013 г. Банком России реализуется инициатива по инкорпорированию предложений, сформулированных участниками отечественного финансового рынка, в стратегию развития его регулирования. Данная инициатива получила название «Голос рынка». Первоначально список, состоявший из 233 пунктов и известный как «233 KPIs», был сформирован осенью 2013 года по инициативе Банка России Рабочей группой по созданию международного финансового центра в Российской Федерации при Совете при Президенте Российской Федерации по развитию финансового рынка Российской Федерации под руководством А.С. Волошина.

Предложения по развитию российского финансового рынка сгруппированы по следующим направлениям:

- страховой рынок;
- рынок пенсионного обеспечения;
- инвестиционные фонды;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- товарный рынок;
- инфраструктура и инструментарий;
- эмиссия и листинг;
- корпоративное управление;
- рынок микрофинансирования;
- актуарная деятельность;
- рейтинговые агентства;
- общие вопросы развития банковского законодательства;
- кредитование;

- платежные системы;
- финтех и информационная безопасность.

Классификация предложений осуществляется по степени их выполнения:

- концепция;
- проект;
- согласование;
- получение результата.

Для актуализации списка предложений при участии Банка России проводятся ежегодные стратегические сессии. Такой формат стал площадкой для обсуждения Банком России с профессиональным сообществом приоритетов на предстоящий год, что повышает прозрачность и предсказуемость действий регулятора и способствует эффективному взаимодействию с участниками финансового рынка.

В 2018 году Банк России усовершенствовал формат работы с предложениями (инициативами) профессионального сообщества. Инициативы, рассмотренные в рамках ежегодной стратегической сессии, теперь включаются в основной и резервный портфели. Инициативы из основного портфеля принимаются Банком России к реализации. Инициативы из резервного портфеля принимаются Банком России во внимание, а в дальнейшем предполагается проведение оценки целесообразности их включения в основной портфель. Сводный портфель, содержащий основной и резервный портфели, периодически будет обновляться и размещаться на сайте Банка России.

Некоторые из инициатив к настоящему времени реализованы (таблица 11).

В число инициатив, включенных в основной портфель, но еще не реализованных к настоящему моменту, входят такие предложения, как:

- снятие ограничений в части электронной дистрибуции страхования (Всероссийский союз страховщиков);
- совершенствование системы обязательного медицинского страхования (с внедрением рискованной составляющей), стимулирование развития добровольного медицинского страхования (Всероссийский союз страховщиков, МСМС);
- снятие обязанности страховых компаний по направлению в Росфинмониторинг уведомлений о сделках с недвижимым имуществом в случае, если страховая компания не является стороной по сделке (Всероссийский союз страховщиков);

Таблица 11 - Итоги реализации отдельных инициатив профессионального сообщества по совершенствованию государственного регулирования финансового рынка в России

Сегмент	Автор	Суть предложения	Результат реализации
Страховой рынок	Национальный союз агростраховщиков, Всероссийский союз страховщиков	Совершенствование законодательства в целях развития сельскохозяйственно го страхования с государственной поддержкой.	<p>Предложение реализовано. Опубликован Доклад Банка России для общественных обсуждений «Предложения по развитию сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой в Российской Федерации», по итогам анализа поступивших комментариев на который разработаны предложения к реализации следующие направления развития:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Совершенствование установленных законом условий сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой: <ul style="list-style-type: none"> • расширение базовых параметров страхования (изменение диапазона страховой суммы, изменение диапазона безусловной франшизы, отказ от критерия утраты (гибели) сельскохозяйственных культур и посадок многолетних насаждений); • разработка Единым общероссийским объединением страховщиков (далее - ЕООС) страховых программ, ориентированных на конкретные виды агрострахования. 2. Формирование дополнительных стимулов к применению сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой: <ul style="list-style-type: none"> • сближение условий сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой и страхования предметов залога; • предоставление дополнительных льгот (преференций) по иным видам государственной поддержки. 3. Развитие инструментов сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой для малых форм хозяйствования: <ul style="list-style-type: none"> • взаимное страхование; • индексное страхование; • специализированные меры поддержки.

			<p>4. Совершенствование процедуры урегулирования убытков:</p> <ul style="list-style-type: none"> • разработка ЕООС правил деятельности, определяющих процедуру урегулирования убытков; • введение стандартов агротехнологий при возделывании сельскохозяйственных культур; • применение инструментов дистанционного мониторинга посевов. <p>5. Совершенствование системы субсидирования сельскохозяйственного страхования.</p> <p>6. Установление информационного взаимодействия между Минсельхозом России, Банком России и ЕООС.</p> <p>Приказом Банка России от 26.06.2018 № ОД-1581 создана межведомственная рабочая группа по выработке совместной позиции по вопросам, связанным с совершенствованием сельскохозяйственного страхования, осуществляемого с государственной поддержкой с участием представителей Банка России, Национального союза агростраховщиков, Минсельхоза России, Минфина России.</p> <p>В 2018 году принят разработанный при участии Банка России Федеральный закон от 27.12.2018 № 563-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О государственной поддержке в сфере сельскохозяйственного страхования и о внесении изменений в Федеральный закон «О развитии сельского хозяйства», направленный на повышение заинтересованности сельскохозяйственных товаропроизводителей в страховании путем предоставления сторонам договора возможности выбора наиболее оптимальных условий страхования, включая расширение значений его базовых параметров, а также применения инструментов дистанционного мониторинга.</p> <p>В апреле - мае 2019 года Рабочей группой при Банке России утверждены «скрыты» (пошаговые инструкции) урегулирования убытков по сельскохозяйственному страхованию с государственной поддержкой.</p>
Рынок ценных	НАУФОР, СРО НФА	Снятие ограничений на совершение	Инициатива реализована в Федеральном законе от 18.12.2018 № 474-ФЗ "О внесении изменений в статьи 9 и 11 Федерального закона "О валютном

бумаг		валютных операций на российском финансовом рынке.	регулировании и валютном контроле", в соответствии с которым резидентам предоставлена возможность совершать валютные операции, связанные с исполнением и (или) прекращением договора репо, а также операции с внешними ценными бумагами, связанные с расчетами по итогам клиринга, осуществляемого в соответствии с Федеральным законом от 07.02.2011 № 7-ФЗ "О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте" (при условии, что одной из сторон такого договора является уполномоченный банк или профессиональный участник рынка ценных бумаг). Разработка подзаконных нормативных актов в связи с вступлением в силу указанных норм Федерального закона № 474-ФЗ не требуется.
Эмиссия и листинг	ПАО РОСБАНК, "ФК ПАО Банк Открытие", ВТБ Банк (ПАО), Банк ГПБ (АО)	Инициативы по оптимизации и упрощению процедуры эмиссии на облигационном рынке.	Предложение реализовано: часть предложений реализована для облигаций в рамках программы облигаций (Федеральный закон от 29.06.2015 № 210-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации"); часть предложений включена в федеральный закон от 27.12.2018 № 514-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг".
	ОАО "РЖД"	Создание нового типа привилегированных акций, не предоставляющих права голоса в случае невыплаты дивидендов.	Предложение реализовано в Федеральном законе от 27.12.2018 № 514-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг", которым установлена возможность выпускать новый тип акций - привилегированные акции, не предоставляющие права голоса в случае невыплаты дивидендов.
	ПАО Банк "ФК	привязки	Предложение реализовано в Федеральном законе от 27.12.2018 № 514-ФЗ

	Открытие"	рыночного объема выпуска к заранее зафиксированному в эмиссионной документации, при гибкости размещения, прямое введение размера эмиссии с объемом рыночного спроса.	"О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования выпуска облигаций в ценных бумаг", согласно которому в условиях выпуска облигаций в рамках программы облигаций вместо количества размещаемых облигаций может быть указано их примерное количество, которое может быть увеличено по решению эмитента в течение срока размещения таких облигаций.
ПАО Банк "ФК Открытие"	ПАО Банк "ФК Открытие"	Расширение возможностей эмитента по совершению сделок с собственными облигациями.	Предложение реализовано в Федеральном законе от 27.12.2018 № 514-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг", согласно которому эмитент вправе без соблюдения правил, предусмотренных статьей 17.2 Федерального закона "О рынке ценных бумаг", приобрести собственные облигации по договорам займа, договорам РЕПО или в результате оставления эмитентом находящихся у него в залоге облигаций за собой.
ПАО Банк "ФК Открытие"	ПАО Банк "ФК Открытие"	Наделение дополнительными полномочиями общего собрания владельцев облигаций.	Предложение реализовано в Федеральном законе от 27.12.2018 № 514-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг", которым установлено право общего собрания владельцев облигаций принять решение об отказе от права требовать досрочного приобретения облигаций в случае возникновения у владельцев облигаций указанного права.
Банк (ПАО), НФА	ВТБ СРО	Нефиксированный объем выпуска облигаций при	Предложение реализовано в Федеральном законе от 27.12.2018 № 514-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части

		размещении.	<p>совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг", согласно которому в условиях выпуска облигаций в рамках программы облигаций вместо количества размещаемых облигаций может быть указано их примерное количество, которое может быть увеличено по решению эмитента в течение срока размещения таких облигаций.</p>
Корпоративное управление	ПАО "ТМК"	Выработка единого формата раскрытия информации публичными обществами.	<p>Предложение реализовано в рамках Указания Банка России от 25.05.2018 № 4803-У "О внесении изменений в Положение Банка России от 30.12.2014 № 454-П "О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг" и Указания Банка России от 25.05.2018 № 4804-У "О внесении изменений в Положение Банка России от 01.06.2016 № 546-П "О перечне информации, связанной с осуществлением прав по ценным бумагам, предоставляемой эмитентами центральному депозитарию, порядке и сроках ее предоставления, а также о требованиях к порядку предоставления центрального депозитарием доступа к такой информации", предусматривающих внедрение технологической схемы "Единое окно", основой которой является принцип единого окна для эмитентов при раскрытии ими информации и возможности одновременного направления идентичной по содержанию информации о корпоративных действиях в адрес центрального депозитария.</p>
	Просперити Кэпитал Менеджмент	Усиление механизмов направленных на защиту прав акционеров, при реализации акционерными обществами права на освобождение от обязанности по раскрытию	<p>Предложение реализовано в Федеральном законе от 27.12.2018 № 514-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг".</p>

	<p>Прогперити Кэпитал Менеджмент</p>	<p>информации</p> <p>Упрощение процедуры совместного выдвижения несколькими акционерами кандидатов в советы директоров акционерных обществ / направления предложений в повестку дня собрания.</p>	<p>Инициатива реализована. НКО АО НРД утвердил новую редакцию Правил взаимодействия с НКО АО НРД при обмене корпоративной информацией, проведении корпоративных действий и иных операций, вступившую в силу 11.02.2019 (приложение № 5 к Порядку взаимодействия Депозитария и Депонентов при реализации Условий осуществления депозитарной деятельности НКО АО НРД), которая предусматривает порядок обмена информацией при направлении требования созыва (созыв собрания, внесение вопросов в повестку дня, выдвижение кандидатов) по общему собранию акционеров группой лиц. В таком случае требования созыва, поступающие от каждого из совместно действующих лиц, должны содержать уникальный референс пула (16-значный код для связи нескольких сообщений, в которых предъявляются одинаковые требования к созыву).</p>
<p>Банков- ский рынок</p>	<p>Ассоциация участников рынка платежных услуг "Некоммерческое партнерство "Национальный платежный совет" Национальный совет финансового рынка</p>	<p>Выпуск депозитных сертификатов в виде электронного документа.</p>	<p>Предложение реализовано. 22.12.2018 вступило в силу Положение Банка России от 03.07.2018 № 645-П "О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций".</p>
	<p>Ассоциация российских</p>	<p>Совершенствование законодательства о</p>	<p>Предложение реализовано. Банк России принял участие в подготовке меморандума о взаимодействии ассоциаций, объединяющих кредитные</p>

	банков	защите прав потребителей финансовых услуг.	<p>организации, и саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, к которому 06.06.2018 присоединились Ассоциация российских банков, Ассоциация Банков России, СРО НФА, НАУФОР, АНПФ, НАПФ и Всероссийский союз страховщиков. Целью меморандума является предупреждение недобросовестных практик продаж при взаимодействии работников и представителей кредитных организаций – членов ассоциаций, объединяющих кредитные организации, действующих как агенты некредитных финансовых организаций, с потребителями финансовых продуктов и финансовых услуг (в части предоставления полной, прозрачной и ясной информации о характере финансовых услуги и условиях финансового продукта, а также о сопутствующих им рисках, их стоимости и иных их существенных условиях).</p> <p>В рамках деятельности созданной Банком России Рабочей группы по вопросу поведенческого надзора в области продажи финансовых продуктов и оказания финансовых услуг кредитными организациями АРБ и Ассоциацией "Россия" разработаны стандарты по вопросу продажи финансовых продуктов и оказания финансовых услуг кредитными организациями, выступающими агентами некредитных финансовых организаций и являющимися членами ассоциаций. Указанные стандарты определяют основные принципы в области защиты прав и интересов физических лиц – клиентов кредитных организаций, являющихся получателями финансовых услуг, оказываемых некредитными организациями, в случае их продвижения, продажи и сопровождения кредитными организациями, и устанавливают требования, которыми кредитные организации должны руководствоваться при осуществлении деятельности по продвижению, продаже и сопровождению услуг, оказываемых их потребителям некредитными финансовыми организациями. АРБ утвердила Стандарт защиты прав и интересов физических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых некредитными финансовыми организациями при продвижении, продаже и сопровождении таких услуг кредитными организациями 12.12.2018.</p>
--	--------	--	---

Платежные системы	Ассоциация участников финансового рынка и платежной индустрии "Финансовые инновации"	Расширение возможностей использования корпоративного электронного средства платежа (КЭСП) для перевода электронных денежных средств субъектами малого и среднего предпринимательства.	Ассоциация "Россия" утвердила Стандарт оказания услуг банками – членами Ассоциации "Россия", действующими в качестве представителей некредитных финансовых организаций Ассоциации "Россия" 31.01.2019. Принят Федеральный закон от 03.07.2019 № 173-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О национальной платежной системе" и отдельные законодательные акты Российской Федерации".
	Ассоциация участников рынка электронных денег и денежных переводов "АЭД"	Расширение возможности привлечения кредитной организацией банковского платежного агента (БПА) для участия в отдельных банковских операциях за счет обеспечения БПА приема электронных средств платежа	Принят Федеральный закон от 03.07.2019 № 173-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О национальной платежной системе" и отдельные законодательные акты Российской Федерации".

		<p>торгово-сервисными предприятиями и (или) участия в расчетах с ними с использованием отдельного специального банковского счета.</p>	
<p>Ассоциация участников рынка платежных услуг "Некоммерческое партнерство "Национальный платежный совет"</p>	<p>Регулирование деятельности поставщиков платежных приложений (таких как ApplePay и SamsungPay) и порядка взаимодействия с кредитными организациями и их клиентами.</p>	<p>Принят Федеральный закон от 03.07.2019 № 173-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О национальной платежной системе" и отдельные законодательные акты Российской Федерации".</p>	
<p>Ассоциация участников рынка электронных денег и денежных переводов</p>	<p>Устранение неопределенности относительно перевода электронных денежных средств на банковские счета.</p>	<p>Принят Федеральный закон от 03.07.2019 № 173-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О национальной платежной системе" и отдельные законодательные акты Российской Федерации".</p>	

- наделение страховых организаций правом на проведение упрощенной идентификации клиентов при заключении договоров страхования со страховой суммой менее 100000 рублей, а также правом передавать функции по идентификации клиентов кредитным организациям (Всероссийский союз страховщиков);

- разработка концепции развития негосударственного добровольного пенсионного обеспечения: стандартных пенсионных правил, положения о страховом резерве, налоговое стимулирование (НАПФ);

- внедрение концептуальных подходов к развитию профессиональных пенсионных систем (досрочные пенсии), разработанных с участием заинтересованных министерств и ведомств (НАПФ);

- усиление требований к управляющим компаниям при одновременном исключении требования об отсутствии аффилированности с пенсионными фондами (НАПФ);

- внесение в нормативную правовую базу изменений, допускающих осуществление специализированными депозитариями и регистраторами ведения учета сведений о вкладчиках, участниках и застрахованных лицах негосударственных пенсионных фондов в форме ведения пенсионных счетов негосударственного пенсионного обеспечения и пенсионных счетов накопительной пенсии или иной формы учета пенсионных прав застрахованных лиц (ПАРТАД);

- использование иностранных инструментов при инвестировании средств пенсионных резервов (Международный инвестиционный банк);

- расширение полномочий контролера профессионального участника финансового рынка (АО "СМП Банк", СРО НФА);

- оптимизация ежеквартальной отчетности эмитентов ценных бумаг в целях повышения удобства пользования информационными ресурсами всеми заинтересованными лицами (ПАО Газпром);

- интеграция ESG принципов в российскую регуляторную среду (Просперити Кэпитал Менеджмент);

- предоставление МФО и КПК, наравне с кредитными организациями, права на взыскание задолженности в бесспорном порядке на основании исполнительных надписей нотариусов (НАУМИР);

- интегрирование актуарного суждения в вопросы информатизации, риск-менеджмента, платежеспособности, финансового и бухгалтерского учета, мониторинга и отчетности (Совет по актуарной деятельности);

- изменение подхода к порядку определения коэффициентов риска (весов) при расчете RWA (активы, взвешенные по риску) в целях

определения нормативов достаточности капитала: отказ от ориентации на страновые рейтинги ОЭСР, применение рейтингов национальных рейтинговых агентств (Ассоциация «Россия»);

• превращение банковских вкладов в полноценный предмет залога (Ассоциация «Россия») и ряд других.

Источники

1. Банк России [Электронный ресурс]. - URL: www.cbr.ru
2. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов [Электронный ресурс]. - URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf
3. Столбов М. Сопоставление модели российского финансового сектора с моделями финансовых секторов других стран. Аналитическая записка. - 2017. - № 7. - 7 с.
4. OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies. OECD, 2016 [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.oecd.org/finance/OECD-INFE-International-Survey-of-Adult-Financial-Literacy-Competencies.pdf>.

Контрольные вопросы

1. Какие функции выполняет мегарегулятор российского финансового рынка?
2. Какие инструменты используются в рамках макропруденциальной политики на российском финансовом рынке?

Темы рефератов

1. Эволюция функций Банка России по регулированию финансового рынка.
2. Преимущества и недостатки модели мегарегулятора финансового рынка.
3. Преимущества и недостатки надбавок как инструментов макропруденциальной политики.
4. Пробелы макропруденциального регулирования микрофинансового рынка в Российской Федерации.
5. Основные направления совершенствования регулирования национальной платежной системы в РФ.

Задания к главе 3

1. Вставьте пропущенные слова и словосочетания.

Цель денежно-кредитной политики — обеспечение ценовой стабильности. Банк России реализует денежно-кредитную политику в рамках режима (1) _____ и его основной целью является (2) _____ посредством поддержания ценовой стабильности, то есть устойчиво низкой (3) _____.

(4) _____ позволяет сохранять покупательную способность национальной валюты, что является одним из условий поддержания благосостояния российских граждан. Поддержание устойчиво (5) _____ создает более предсказуемые условия экономической деятельности, как для домохозяйств, так и для производителей, облегчает им планирование и принятие решений относительно потребления и инвестирования, обеспечивает сохранность сбережений. Таким образом, ценовая стабильность вносит вклад в снижение (6) _____ и способствует формированию источников финансирования долгосрочных инвестиций, что создает условия для (7) _____.

В рамках политики (8) _____ Банк России определяет количественную цель по инфляции, которая публикуется в Основных направлениях (9) _____, которые представляются на рассмотрение в Правительство Российской Федерации, Государственную Думу Федерального Собрания Российской Федерации и Президенту Российской Федерации. Цель по инфляции устанавливается для темпа прироста (10) _____ к соответствующему месяцу предыдущего года (рассчитывается Федеральной службой государственной статистики). С учетом особенностей российской экономики установлена цель – инфляция вблизи 4% постоянно.

(11) _____ не устанавливает каких-либо целевых ориентиров по уровню (12) _____ и не препятствует формированию тенденций в его динамике, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов. Банк России перешел к режиму (13) _____, что обеспечивает возможность проведения более действенной денежно-кредитной политики, направленной на поддержание ценовой стабильности, а также способствует адаптации экономики к изменениям внешних условий и увеличивает ее устойчивость к влиянию внешних факторов.

Банк России не имеет количественных целей по другим экономическим показателям, в том числе темпам экономического роста, но при принятии решений опирается на (14) _____, рассматривая широкий круг индикаторов. На длительном горизонте потенциал роста экономики определяется следующими объективными факторами: (15) _____, включая рабочую силу, (16) _____, условиями ведения бизнеса. Политика таргетирования инфляции вносит свой вклад в создание условий для устойчивого экономического роста в

среднесрочной перспективе за счет повышения уровня экономической определенности, формирования долгосрочных сбережений и инвестиций.

Наряду с (17) _____ Банк России также стремится обеспечивать стабильное функционирование и развитие банковского сектора, финансового рынка и платежной системы, что в долгосрочной перспективе является необходимым условием действенной реализации денежно-кредитной политики и достижения целей по (18)_____.

Источник: Банк России. - URL: <https://www.cbr.ru>

Варианты ответов:

А - инфляция

Б - таргетирование инфляции

В - экономическая неопределенность

Г - низкая инфляция

Д - защита и обеспечение устойчивости рубля

Е - таргетирование инфляции

Ж - устойчивый и сбалансированный рост экономики

З - единая государственная денежно-кредитная политика

И - индекс потребительских цен

К - ценовая стабильность

Л - плавающий валютный курс

М - количество и качество производственных ресурсов

Н - ценовая стабильность

О - валютный курс рубля

П - уровень образования и технологического развития

Р - инфляция

С - комплексный анализ состояния экономики

Т-Банк России

Итоговые проверочные задания

1. Укажите все правильные ответы

1. В структуру финансового рынка входят:

- А) Страховой рынок; валютный рынок, рынок ценных бумаг;
- Б) Фондовый рынок; страховой рынок, валютный рынок, рынок капитала;
- В) Рынок ценных бумаг; страховой рынок; рынок капитала, рынок производственных финансовых инструментов; денежный рынок.

2. Финансовый рынок – это:

- А) Рыночный институт, направленный на перераспределение денежных средств хозяйствующих субъектов;
- Б) Система экономических отношений, в рамках которой происходит мобилизация капитала, предоставление кредита, осуществление обменных денежных операций и размещение финансовых средств в производстве;
- В) Рынок, на котором объектом купли-продажи являются ценные бумаги.

3. К общерыночным функциям финансового рынка не относятся:

- А) Перераспределительная функция;
- Б) Посредническая функция;
- В) Контрольная функция;
- Г) Регулирующая функция.

4. К публичным инвесторам относятся:

- А) Инвестиционные паевые фонды;
- Б) Пенсионные фонды;
- В) Оба варианта верны.

5. Основными участниками финансового рынка являются:

- А) Продавцы и покупатели финансовых инструментов;
- Б) Финансовые посредники;
- В) Страховщики финансовых инструментов;
- Г) Верны А и В;
- Д) Верны А и Б.

6. Кредитные потребительские кредиты и микрофинансовые организации являются яркими представителями:

- А) Квазифинансовых посредников;
- Б) Недепозитарных финансовых посредников;
- В) Депозитарных финансовых посредников.

7. Основной положительной характеристикой долевых финансовых инструментов для эмитента является:

- А) Низкий уровень риска;

- Б) Низкие издержки привлечения финансовых ресурсов;
В) Высокая ожидаемая доходность.
8. Основным недостатком долговых финансовых инструментов для держателя является:
- А) Низкий уровень доходности;
Б) Обязательства по обслуживанию долга;
В) Зависимость от решений, принимаемых акционерами; зависимость принимаемых управленческих решений от рыночной волатильности.
9. Кто выполняет роль инвестора при приобретении ценных бумаг или при заимствовании средств на кредитной рынке:
- А) Юридические лица;
Б) Население;
В) Государство.
10. Какому виду рынка присуще точное и своевременное отражение спроса и предложения финансовых ресурсов:
- А) Фондовый рынок;
Б) Валютный рынок;
В) Совершенный финансовый рынок;
Г) Инвестиционный рынок.
11. Основной характерной особенностью реализации отношений на рынке является:
- А) Осуществление финансирования государственных программ;
Б) Распределение и перераспределение финансовых ресурсов;
В) Первичная и вторичная продажа эмитированных ценных бумаг.
12. При формировании структуры рынка учитываются следующие признаки:
- А) Характер движения финансовых ресурсов;
Б) Инвестиционный состав;
В) Срок обращения финансовых ресурсов;
Г) Верны А и Б;
Д) Верны А, Б и В.
13. Перечислите основные задачи макропруденциальной политики:
- А) Поддержание устойчивости финансовой системы к агрегированным шокам;
Б) Снижение избыточных финансовых рисков, которые принимает на себя финансовая система;
В) Сглаживание финансового цикла;
Г) Верны А и В;
Д) Все варианты верны.

14. Реальной процентной ставкой является:
- А) Сумма номинальной ставки и темпа инфляции;
 - Б) Номинальная ставка за вычетом темпа инфляции;
 - В) Ставка рефинансирования Центрального Банка;
 - Г) Уровень ставки LIBOR.
15. К функциям Центрального Банка не относится:
- А. Определение ключевой ставки;
 - Б. Покупка или продажа депозитных вкладов;
 - В. Прием депозитных вкладов;
 - Г. Эмиссия денежной массы.

2. Вставьте пропущенные слова и словосочетания

Влияние денежно-кредитной политики на экономику

Для достижения цели по инфляции Банк России использует систему инструментов (1) _____, основным параметром которой является (2) _____ Банка России. Решения об уровне ключевой ставки, а также других параметрах денежно-кредитной политики на регулярной основе принимает (3) _____, как и большинство центральных банков, реализующих денежно-кредитную политику в рамках режима (4) _____, самостоятельно определяет, каким образом будет достигаться цель по инфляции и какие должны применяться инструменты.

Изменение процентных ставок Банка России оказывает влияние на формирование (5) _____ денежного рынка, изменение которых, в свою очередь, передается в динамику более (6) _____ в экономике (в частности, по кредитам и депозитам банков) и широкого круга других финансовых переменных, в том числе (7) _____. Изменение (8) _____ воздействует на принятие решений домохозяйств и предприятий относительно потребления, сбережения и инвестиций. Таким образом, изменение ключевой ставки денежно-кредитной политики влияет на (9) _____.

Влияние денежно-кредитной политики на экономику распределено во времени, для его полной реализации требуется относительно длительный период. С учетом этого (10) _____ принимает решения по денежно-кредитной политике на основе прогноза (11) _____ для достижения цели по инфляции на среднесрочном временном горизонте, а также учитывает возможные риски для (12) _____.

параметры (13) _____ Банка России раскрываются на регулярной основе в ежеквартальном Докладе о денежно-кредитной политике Банка России, а также в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики.

Варианты ответов:

А - таргетирование инфляции

Б - валютные курсы

В – краткосрочные процентные ставки

Г - ключевая ставка

Д - долгосрочные процентные ставки

Е - Совет директоров Банка России

Ж - денежно-кредитная политика

З - Банк России

И - динамика цен и экономическая активность

К – экономический рост и финансовая стабильность

Л – развитие экономики и оценка рисков

М - денежно-кредитные и финансовые показатели

Н - макроэкономический прогноз

Ответы к проверочным заданиям
Глава 2

Задание 3.

- 1-Г
- 2-Ж
- 3-И
- 4-Д
- 5-К
- 6-З
- 7-А
- 8-Е
- 9-Б
- 10-В

Задание 4.

- 1-В
- 2-Н
- 3-Н
- 4-В
- 5-В

Глава 3

Задание 1.

- 1 - Б
- 2 - Д
- 3 - А
- 4 - К
- 5 - Г
- 6 - В
- 7 - Ж
- 8 - Е
- 9 - З
- 10-И
- 11-Т
- 12-О
- 13-Л
- 14 - С
- 15 - М
- 16 - П
- 17 - Н
- 18 - Р

Итоговые проверочные задания

Задание 1.

- 1-В
- 2-Б
- 3-А
- 4-В
- 5-Д
- 6-В
- 7-Б
- 8-А
- 9-В
- 10-В
- 11-Б
- 12-Д
- 13-Д
- 14-Б
- 15- Б

Задание 2.

- 1-Ж
- 2-Г
- 3- Е
- 4- А
- 5-В
- 6-Д
- 7-Б
- 8-М
- 9-И
- 10- З
- 11-Л
- 12-К
- 13-Н

Федеральное государственное образовательное бюджетное
учреждение высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»
Ярославский филиал

Кладова А.А.
Проскурнова К.Ю.
Ермоленко М.О.

ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ
ФИНАНСОВОГО РЫНКА
В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ

Учебное пособие

ISBN 978-5-6043284-2-2



Подписано в печать 03.10.2019. Формат 60/90.
Усл. печ. л. 6,13. Тираж 30 экз. Заказ № 5705.

Отпечатано в ООО «ПКФ «СОЮЗ-ПРЕСС»
150062, г. Ярославль, пр-д Доброхотова, д.16, кв.158
Тел.: (4852) 58-76-33, 58-76-37