

О.В. Буклемишев

МГУ, Москва

Ю.А. Данилов

НИУ ВШЭ, Москва

Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России¹

Статья посвящена проблеме формирования эффективной системы финансового регулирования, в наибольшей степени соответствующей потребностям экономического развития России и структурным характеристикам национального финансового рынка. На основе анализа мирового опыта сделана попытка сформулировать основные условия для внедрения интегрированных структур регулирования (мегарегулятора) в России. Анализируются альтернативные варианты институционального дизайна мегарегулятора, их преимущества и недостатки. Делается вывод, что реализуемая ныне модель с Центральным банком в роли мегарегулятора субоптимальна.

Ключевые слова: финансовое регулирование, мегарегулятор, финансовые конгломераты, банковский сектор, небанковские институты, защита инвесторов, системные риски.

Классификация JEL: G28, G23, G01, K22, L51, D02.

Введение

Процессы финансового дерегулирования, наиболее активно протекавшие в последние десятилетия XX в. и в самом начале XXI в.² – вплоть до начала глобального финансового кризиса в 2007 г., – привели к беспрецедентной интеграции различных рынков и инвестиционных продуктов, а также к развитию финансовых конгломератов, одновременно осуществляющих операции по всему рыночному спектру. Это стало особенно очевидно на небольших национальных рынках, где господствуют несколько крупных игроков. Так, в Нидерландах на рубеже веков финансовые конгломераты контролировали 90% банковской отрасли, 70% операций на рынке ценных бумаг и 60% страхового рынка (Kremers, Schoenmaker, Wierst, 2003. P. 230).

Регуляторы по всему миру столкнулись с новым для себя вызовом – стало необходимым оценивать не только риски каждой линии бизнеса, но и их потенциальное воздействие на совокупные позиции финансового конгломерата. Соответственно Международная ассоциация регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO) и Банк международных расчетов (BIS) рекомендовали законодательно выделить так называемого «ведущего регулятора», который отвечает за регулирование финансового института в том случае, если он осуществляет свою деятельность в различных секторах финансового рынка (Supervision of Financial Conglomerates, 1999). Но в силу заметных отличий стандартов учета, бизнес-моделей, профилей риска, каналов дистрибуции и других существенных характеристик в различных финансовых секторах их специализированные регуляторы в принципе не могли адекватно

¹ Авторы выражают благодарность анонимному рецензенту за полезные замечания.

² Символом победы тенденции финансового дерегулирования стала отмена в США в 1999 г. закрепленного в законе Гласса–Стиголла от 1933 г. жесткого разграничения операций коммерческих и инвестиционных банков, что окончательно устранило барьеры для кросс-секторной конгломерации.

отреагировать на этот вызов, и часть институтов, операций и продуктов оказалась фактически вне всякого регулирования. Параллельное предоставление отчетности (часто существенно различающейся по своему содержанию) в несколько регулирующих инстанций приводит к увеличению издержек надзора, но не отражается на его качестве.

В целях преодоления информационной асимметрии между различными надзорными органами и обеспечения необходимой степени координации их действий во многих странах началась корректировка систем финансового регулирования, направленная на их интеграцию, которая шла не только по признаку сектора (банковская, страховая, фондовая и прочие виды деятельности), но и в функциональном разрезе (нормотворчество, лицензирование, надзор, инфорсмент и пр.) (Monkiewicz, 2007).

Сторонники данного подхода указывали на три группы его преимуществ (McKenzie, Wolf, 2001; Briault, 1999):

- а) лучшее распределение регулятивных ресурсов, в частности за счет использования экономии на масштабах;
- б) равенство регулирования;
- в) соответствие пруденциальной логике регулирования и ликвидация противоречий между различными регуляторами.

В итоге помимо традиционной (отраслевой или «вертикальной») модели сформировались еще три типа организации финансового регулирования:

- единый мегарегулятор, созданный «с нуля» или на базе одного из ранее существовавших отраслевых органов регулирования;
- система, основанная на функциональной группировке регулятивных полномочий в двух структурах (так называемая модель *twin peaks*). Один из «пиков» обычно берет на себя функции обеспечения пруденциального надзора, а второй отвечает за защиту прав потребителей финансовых услуг;
- смешанные («гибридные») системы, предполагающие существование единого органа регулирования/надзора для нескольких (но не всех) секторов финансового рынка и/или отдельных функциональных органов (например, специализированного агентства для защиты прав потребителей финансовых услуг).

Еще в 1980-е годы к интегрированной модели регулирования перешли Сингапур (1984), Норвегия (1986), Канада (1987) и Дания (1988), в 1990-е годы – еще пять стран, а в XXI в. этот процесс заметно ускорился. Сегодня из 115 полных членов IOSCO в 49 (42,6%) функционирует традиционная отраслевая модель регулирования. Смешанная модель, при которой полномочия регуляторов распространяются сразу на несколько секторов финансового рынка, сложилась в 16 странах (13,9%). Именно такая модель фактически действует по состоянию на начало 2013 г. в России: банки контролируются ЦБ, а небанковские финансовые институты – Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР).

Остальные 50 регуляторов (43,5% выборки) представляют различные модели мегарегулирования. Только в 13 из этих стран функции регулирования и надзора на финансовом рынке осуществляют исключительно национальные (центральные) банки, и в большинстве своем это юрисдикции с финансовыми рынками небольшого размера³. Кроме того, национальные банки также входят в состав *twın peaks* (в трех из четырех случаев). Самая распространенная модель, предполагающая наличие единого независимого мегарегулятора с объединением регулирования и надзора вне структуры центрального банка, действует в 33 странах (в литературе описан «эффект фрагментации центрального банка», обратная зависимость между степенью консолидации регулятивных функций и вовлечением в нее центрального банка (Masciandaro, 2004)).

Дополнительным поводом к пересмотру национальных систем финансового регулирования стали события начавшегося в 2007 г. глобального финансового кризиса. О комплексном содержании его влияния на архитектуру регулирования в мировом масштабе пока окончательно судить рано, но популярность модели *twın peaks* по сравнению с единым мегарегулятором по ряду свидетельств растет⁴.

1. Теория и практика современного финансового регулирования

В теоретической литературе описываются различные наборы целей регулирования фондового рынка. Так, Й. Нимейер выделяет три следующие главные цели: обеспечение потребностей инвесторов в абсолютной защите; устранение системного риска; обеспечение эффективного распределения ресурсов и рисков в экономике (Niemeyer, 2002). Группа российских исследователей (Эффективный рынок капитала, 2004. Т. 1. С. 86) видит четыре такие цели: защита интересов инвесторов; обеспечение справедливого ценообразования; устранение системного риска; обеспечение эффективности фондового рынка как механизма обеспечения экономического развития.

В рамках настоящего исследования мы будем исходить из структуры целей, задач и функций регулирования, представленной на рисунке.

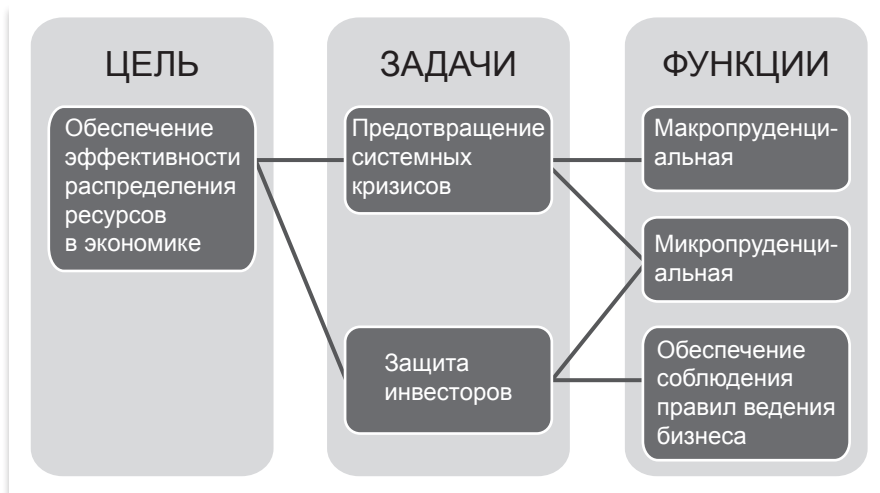
Учитывая ключевое значение финансового сектора для оптимального распределения ресурсов в экономике, главная цель, которой подчинено его регулирование, – это обеспечение эффективного функционирования рынков и передачи ценовых сигналов без искажений (см., например, (Merton, 1990)).

Для достижения указанной цели необходимо решение двух задач.

Первая задача – предотвращение системных кризисов, т.е. ситуаций, которые способны нанести непропорционально большой

³ Армения, Бахрейн, Бермуды, Бруней, Ирландия, Каймановы Острова, Казахстан, Литва, Малави, Сингапур, Словакия, Уругвай, Чехия.

⁴ В частности, об этом свидетельствует реформа надзора, которая осуществляется в настоящее время в Великобритании.



Рисунок

Цели, задачи и функции финансового регулирования

ущерб, в том числе далеко выходящий за рамки собственно финансового сектора. Под защиту регулятора здесь берутся общественные интересы в самом широком смысле. Функционально решение данной задачи обеспечивается как за счет купирования рисков, угрожающих стабильности системы в целом (макропруденциальное регулирование, идущее «сверху вниз»), так и в институциональном аспекте – путем контроля устойчивости системно значимых институтов финансового сектора – так называемая микропруденциальная функция (контроль «снизу вверх»), осуществляемая в целях стабильности и платежеспособности отдельных финансовых институтов.

Микропруденциальная функция, направленная на обеспечение сохранности вложенных в рыночные институты средств, безусловно играет важную роль и с точки зрения решения *второй задачи* финансового регулирования – защиты интересов инвесторов. Кроме того, поскольку финансовые продукты и услуги обычно характеризуются значительной степенью сложности и информационной асимметрии, такая защита требует обеспечения соблюдения финансовыми институтами установленных регулятором «правил игры»⁵.

*Для решения указанных задач каждое государство выбирает такую институциональную модель регулирования, которая наилучшим образом отвечает уровню развития и структуре национального финансового рынка, а также имеющимся возможностям и потребностям в надзорной сфере*⁶.

⁵ Такие же функции финансового регулирования выделяются, например, в докладе Казначейства США (Department of the Treasury, 2008).

⁶ Показательно в этом смысле обсуждение реформы финансового регулирования в США. Доклады Казначейства США (Department of the Treasury, 2008) и рабочей группы П. Волкера от 2009 г. содержали предложение перейти на финансовое регулирование на основе модели *twın peaks*. Однако в итоге было принято решение ограничиться частичной модернизацией вертикальной модели – как в наибольшей степени соответствующей специфике американского рынка.

С точки зрения адекватности той или иной модели регулирования характеристикам национального финансового рынка при выборе модели должны учитываться, в частности, следующие параметры:

- размер финансового рынка;
- степень развития процессов конгломерации и интеграции различных секторов финансового рынка;
- роль финансовых конгломератов, степень их межсекторной активности и уровень потенциальной трансляции рисков;
- степень открытости национального финансового рынка.

В рамках традиционной модели финансового регулирования макропруденциальная функция обычно реализуется всеми регуляторами совместно (либо в рамках формальных коллегиальных структур типа советов финансовой стабильности⁷, либо посредством механизмов неформального взаимодействия). Особая роль в реализации данной функции, как правило, отводится центральному банку, поскольку банковский сектор является главным и доминирующим источником системного финансового риска. Это в первую очередь связано с императивом поддержания устойчивого функционирования платежной системы и с контагиозным характером банковских рисков в условиях современных банковских систем, основанных на неполном резервировании (*fractional-reserve banking*). Действительно, в кризисных ситуациях макропруденциальная функция центрального банка должна тесно корреспондировать с его микропруденциальными возможностями как секторального регулятора и ролью кредитора последней инстанции: от этого, в частности, зависит оперативное предоставление ликвидности системно значимым банковским институтам.

В свою очередь микропруденциальная функция осуществляется всеми отраслевыми регуляторами в рамках их институциональной компетенции – отдельно по банкам, участникам рынка ценных бумаг и страховщикам. Контроль над стандартами ведения бизнеса (защита потребителей финансовых услуг) также организован по отраслевому признаку (кроме того, различные аспекты этой функции иногда реализуются специализированными агентствами).

При этом в отличие от надзорного акцента центрального банка мандат страховых и фондовых регуляторов гораздо в большей мере сосредоточен не на поддержке устойчивости отраслевых институтов, а на защите интересов инвесторов. Специфика страховых и фондовых рынков заключается еще и в том, что регуляторы часто делят надзорную компетенцию в части обеспечения стандартов ведения бизнеса с отраслевыми саморегулируемыми организациями. Важным фактором сохранения «отраслевого» характера регулирования и надзора остается необходимость соотнесения уровня издержек, связанных с выполнением поднадзорными организациями требований регулиро-

⁷ Советы финансовой стабильности (названия варьируются в разных странах мира) созданы во многих странах мира (США, Индия, Россия, Казахстан и т.д.) как инструмент межведомственной координации усилий по эффективному финансовому регулированию в целях обеспечения финансовой стабильности, минимизации системных рисков и поддержания устойчивости национальных финансовых рынков. Один из наиболее активно функционирующих советов – Совет по надзору за финансовой стабильностью (Financial Stability Oversight Council, FSOC), созданный в соответствии с законом Додда–Франка в США.

ющих органов, с разным уровнем риска, принимаемого финансовыми институтами различных типов, а также с разными размерами таких институтов⁸.

Сохранение во многих странах традиционной отраслевой модели финансового регулирования объясняется отнюдь не только консерватизмом и опасениями неизбежных провалов в течение периода, который требуется для адаптации к интегрированной модели надзора (DiGiorgio, DiNoia, 2001; Vives, 2001).

Во-первых, несмотря на тенденцию интеграции финансовых секторов, подавляющее большинство кредитных учреждений, страховых компаний и операторов фондового рынка сохраняют характеристические черты, позволяющие однозначно отнести их к определенной сфере деятельности и, следовательно, надзора.

В отдельных случаях государство даже сохраняет такие барьеры между видами финансового посредничества намеренно, как, например, в Китае. В определенном смысле запрет на проведение коммерческими банками операций с ценными бумагами является альтернативным мегарегулированию способом устранения мультипликации рисков, связанной с участием банков в фондовых операциях. Так, по состоянию на 2007 г. из обследованных 29 стран с крупнейшими финансовыми рынками лишь в 6 одновременно отсутствовал мегарегулятор и банкам были разрешены операции на фондовом рынке, из которых три страны (Россия, Аргентина и Португалия) пережили острые финансовые кризисы в предыдущее десятилетие, а еще две страны (Испания и Италия) оказались в крайне тяжелом положении в ходе последующего кризиса (Структурная модернизация, 2010. С. 206–208).

В этой связи высказываются серьезные сомнения в необходимости организации интегрированного мегарегулятора в условиях, когда интеграция финансовых рынков далеко не полна и существенные барьеры и различия между видами финансового посредничества продолжают иметь место.

Во-вторых, следуя пионерной работе (Tiebout, 1956), принято считать, что конкуренция регуляторов есть благо, тогда как усиление регулятивной монополии, напротив, часто ведет к субоптимальным результатам. Например, в статье (Frantz, Instefjord, 2012), в частности, показано, что в условиях открытой экономики разнообразие режимов регулирования может быть оптимально с точки зрения максимизации общественного благосостояния, несмотря на создаваемые возможности для регулятивного арбитража. К тому же стоит учитывать и вероятную динамическую траекторию самих регуляторов: монополия неизбежно ведет к «закостенению» системы надзора и лишает ее внутренних стимулов для развития.

Вместе с тем следует различать конкуренцию между разными режимами регулирования, которые могут выбирать участники рынка, и конкуренцию между регуляторами в рамках одного режима регули-

⁸ Распространение надзорной нагрузки, которую несут коммерческие банки, на другие секторы финансового рынка может просто их уничтожить.

рования. Действительно, позволяя участникам рынка выбор режима регулирования, регулятор достигает наилучших результатов. Напротив, конкуренция в рамках одной отрасли, в рамках одного режима регулирования губительна и на практике обычно не допускается (Niemeyer, 2002).

В-третьих, как показывает практика, при создании объединенного регулятора вместо двух или нескольких ожидаемой экономии на расходах, как правило, добиться непросто. В частности, число занятых в надзорных органах после реформы обычно не снижается (Čihák, Podpiera, 2006). Бюджетная экономия, которая возникает в случае перехода на финансирование деятельности по регулированию и надзору за счет сеньоражного источника, разумеется, иллюзорна.

В-четвертых, создание единого мегарегулятора является не единственным известным организационным способом совершенствования регулирования в современных условиях. Например, это можно делать путем создания коллегий регуляторов⁹ (решения которых могут иметь обязательный или рекомендательный характер по отношению к отраслевым регуляторам) и иных технологий межведомственного взаимодействия.

В-пятых, формирование мегарегулятора может приводить к потере фокуса и компетентности регулирования, заметно снижая его эффективность (DiGiorgio, DiNoia, 2001).

Наконец, очевидно, что с точки зрения эффективности регулирования фактор конкретной конфигурации регулирующих органов вторичен по сравнению с профессионализмом их персонала, достаточностью ресурсов, качеством нормативной базы и обеспечением неукоснительного исполнения предписаний регуляторов.

Несмотря на данные контраргументы, глобальная тенденция перехода к интегрированным в той или иной степени моделям надзора, как мы видели, налицо. В их рамках возможны следующие комбинации распределения функций финансового регулирования:

- 1) функции регулирования распределяют между собой институты *twın peaks*: центральный банк берет на себя весь пруденциальный надзор, а для обеспечения стандартов ведения бизнеса (защиты инвесторов) создается независимое агентство (Нидерланды). В свою очередь, в Австралии оба регулирующих агентства независимы от центрального банка;
- 2) *единый мегарегулятор на базе центробанка* осуществляет все три функции по всему спектру отраслевых институтов;
- 3) *единый мегарегулятор вне системы центробанка* отвечает за защиту потребителей и микропруденциальный надзор, тогда как макропруденциальный надзор остается в центробанке.

Основная проблема адаптации новых форматов регулирования связана с противоречиями, неизбежно возникающими при сочетании различных по своей сути и направленности функций регулирования в рамках одного института.

⁹ Так, например, в США законом Додда–Франка в 2010 г. был создан Совет по надзору за финансовой стабильностью (Financial Stability Oversight Council), призванный отслеживать риски национальной финансовой системы в целом.

Разумеется, реализованная в чистом виде модель *twin peaks* лишена этого недостатка, поскольку она основана как раз на функциональном принципе. Но ее внедрение с полным отказом от традиционного вертикально-отраслевого подхода требует налаживания высокого уровня координации между регуляторами, а также весьма болезненного и сопряженного с немалыми текущими издержками кардинального пересмотра философии и практики регулирования. Поэтому примеры перехода к *twin peaks* на сегодняшний день единичны, хотя отдельные элементы этой системы внедряются во многих странах (например, Бюро по защите потребителей финансовых услуг, образованное в ходе финансовой реформы в США).

В свою очередь институциональная модель с единым мегарегулятором на базе национального ЦБ не слишком распространена. Причин тому несколько:

- а) существующие цели и задачи центрального банка (прежде всего независимое осуществление им в общественных интересах монетарной политики) могут вступать в противоречие со стандартными целями финансового регулирования (Nier, 2009). Соответствующие превентивные механизмы не поддаются четкой и универсальной регламентации, и оперативное разрешение указанных противоречий может потребовать нарушения принципа независимости центробанка¹⁰. Отметим, что в мировой практике четкого организационного обособления функций регулирования в структуре центрального банка, как правило, не наблюдается¹¹;
- б) самые разные политические системы противятся избыточной концентрации полномочий в невыборном профессиональном институте, центральном банке, поскольку должный уровень подотчетности и ответственности такого института по всему спектру его функций обеспечить чрезвычайно сложно;
- в) переход под надзор ЦБ небанковских финансовых организаций способен создавать «эффекты индულгенций» (*moral hazard*): на рынке может сформироваться представление, что главный банк страны при этом станет играть роль кредитора последней инстанции для всего финансового сектора, а не только для банков. Если же власти четко постулируют, что это не так, коммерческие банки фактически оказываются в привилегированном положении и у небанковских финансовых организаций возникает стимул к перерегистрации для получения доступа к централизованному финансированию. Таким образом, небанковские финансовые организации постепенно вытесняются с рынка, а центр тяжести финансового сектора, следуя регулятивным изменениям, переносится в банковскую сферу, что может исказить его нормальную структуру;

¹⁰ В еврозоне, где функции кредитно-денежной политики переданы на уровень Европейского центрального банка, эта проблема, разумеется, отсутствует.

¹¹ Только в Казахстане финансовый надзор выделен в специальное, относительно автономное, ведомство Национального банка – Комитет по контролю и надзору над финансовым рынком и финансовых организаций Национального Банка Республики Казахстан.

- г) одновременное осуществление в рамках одного органа различных по своему характеру и направленности функций финансового регулирования неизбежно будет ставить его перед необходимостью расстановки приоритетов. Разумеется, в различных ситуациях оптимальный выбор должен быть разным, и нет никакой уверенности, что обремененный многообразными функциями институт будет всегда находить верное решение. Считается, что именно проблема такого рода помешала британскому мегарегулятору FSA найти правильный баланс между целями регулирования в случае с фактическим банкротством в 2007 г. банка Northern Rock (House of Lords, 2009. P. 70). В силу своих макро- и микропруденциальных функций центральные банки заботятся главным образом о стабильности банковской системы и в наименьшей степени ориентированы на защиту интересов инвесторов¹²;
- д) в ряде юрисдикций передача функций правоустановления центральному банку невозможна или существенно ограничена, что препятствует ключевой для эффективной антикризисной политики концентрации всех регулятивных функций на финансовом рынке в едином органе.

Считается, что указанные проблемы удастся разрешить при формировании мегарегулятора вне системы центрального банка (в частности, так было сделано в Скандинавских странах) (DiGiorgio, DiNoia, 2001). Не случайно интегрированное регулирование чаще всего реализуется именно в этой форме; тогда единый орган, контролирующий деятельность всех финансовых организаций и рынков, фокусируется на обеспечении микропруденциальной функции вне зависимости от конкретного сектора, а также следит за стандартами ведения бизнеса в целях защиты инвесторов. Он также способствует решению задачи предотвращения системных кризисов, в том числе используя отдельные инструменты макропруденциального надзора (мониторинг системных рисков, стабильности отдельных секторов финансового рынка и пр.). Центральный банк при этом продолжает осуществлять свои традиционные функции, а также часто берет на себя координацию в макропруденциальной области.

2. Мегарегулятор и финансовое регулирование в России

Дискуссии о создании мегарегулятора – органа, концентрирующего полномочия по регулированию и надзору во всех сегментах финансового рынка, – с разной степенью интенсивности идут в России с начала 1990-х годов. В конце десятилетия в Государственной думе был даже разработан соответствующий законопроект, но поддержки он не получил. Однако обсуждения в экспертном сообществе продолжа-

¹² (Эффективный рынок капитала, 2004. Т. 1. С. 113) В большинстве центральных банков даже нет специального подразделения, отвечающего за защиту интересов инвесторов.

лись¹³, а одновременно шел процесс концентрации функций регулирования и надзора небанковских финансовых организаций в ФКЦБ/ФСФР¹⁴. Идея о расширении функций и полномочий ФСФР до полноценного мегарегулятора, в частности, рассматривалась на заседании правительства весной 2007 г., когда ее реализация была признана невозможной в силу отсутствия в российском законодательстве существующего во многих иностранных юрисдикциях института «лица публичного права».

Тем не менее вскоре начались практические действия по институциональной интеграции финансового регулирования: в соответствии с указом президента Российской Федерации № 270 от 4 марта 2011 г. была упразднена Федеральная служба страхового надзора с передачей ее функций Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР). Таким образом, с одной стороны, был сформирован единый надзорный орган для небанковского сектора финансового рынка (включая также организации микрофинансирования и кредитные кооперативы), но, с другой стороны, соответствующие правоустанавливающие функции были в большей части переданы другому ведомству – Министерству финансов (что редкость для мировой практики).

В 2012 г. в правительстве, его совещательных органах и отраслевых общественных организациях начался новый раунд обсуждения создания мегарегулятора – на сей раз единого для всего финансового рынка. В сентябре 2012 г. президенту России направлен правительственный доклад «*О совершенствовании системы регулирования и надзора на финансовых рынках*». Рассматривались три концептуальных варианта институциональных преобразований: 1) концентрация всех регулятивных и надзорных полномочий (кроме кредитных организаций) в ФСФР России с увеличением бюджетного финансирования; 2) создание специального Агентства по финансовым рынкам при Центральном банке; 3) передача всех регулятивных и надзорных полномочий Центральному банку с присоединением к нему ФСФР.

В итоге правительство выбрало для реализации последний вариант и поставило задачу провести соответствующие преобразования в самые сжатые сроки: завершить все необходимые законодательные и организационные процедуры предполагается еще до конца 2013 г., а полностью новая модель финансового надзора и регулирования должна вступить в действие в начале 2016 г.

По нашему мнению, реформа регулирования финансовых рынков в России действительно назрела в силу нескольких причин, главная из которых – необходимость контролировать системные риски. Сегодня практически все крупнейшие (по активам) российские финансовые организации входят в состав холдингов (конгломератов),

¹³ См. наиболее полный анализ начальных стадий дискуссии о необходимости внедрения мегарегулирования (Эффективный рынок капитала, 2004, Т. 1, с. 112–121), а также сборник (Мегарегулирование финансовых рынков, 2004), в котором приведены дискуссионные позиции около 20 представителей российских органов власти и финансовых организаций.

¹⁴ Наиболее значимые расширения поля ответственности небанковского регулятора в период 2000–2007 гг. – распространение регулирования и надзора на все пенсионные институты, товарные биржи и на товарных брокеров.

обеспечивая скрытую от регуляторов трансляцию рисков между различными секторами финансового рынка (Миркин, 2011), что приводит к формированию и преумножению рисков. Кроме того, весьма актуальным для развития национального финансового рынка остается решение задачи защиты прав инвесторов вне зависимости от сектора их операций (Всемирный банк, 2012).

Также можно выделить проблему недостаточного надзора за банковскими группами и холдингами, в том числе трансграничными, включая контроль за кредитованием банками связанных, прежде всего финансовых, компаний. К сожалению, приходится констатировать, что Центральный банк не смог своевременно добиться принятия соответствующих поправок в законодательство, хотя данная проблема обостряется (О стратегии развития, 2011) (тем не менее формирование мегарегулятора на базе центрального банка – далеко не единственный способ ее решения).

Естественным ответом на эти вызовы (в соответствии с мировой практикой) является интеграция финансового регулирования. Однако для обеспечения эффективной организации его новой системы необходимо, чтобы был соблюден ряд ключевых принципов преобразований, в том числе их постепенность; непротиворечивая группировка функций регулирования; создание равных благоприятных условий для развития различных секторов финансового посредничества; эффективное, основанное на «обратной связи» взаимодействие с регулируемыми организациями финансового сектора. На этой основе и должен быть определен институциональный дизайн будущей системы финансового регулирования.

Постепенность. Мировой опыт свидетельствует о том, что с момента принятия решения о переходе к интеграции функций регулирования до завершения институциональных преобразований обычно проходит не менее 10 лет, в течение которых поэтапно создаются нормативные и организационные предпосылки для мегарегулирования (унификация процедур надзора над финансовыми посредниками, единое регулирование эмиссии различных инвестиционных инструментов, технологий привлечения инвестиций и т.д.). Для того чтобы избежать провалов на начальном этапе, необходимо обеспечить преэминентность основных принципов и методов регулирования. С учетом широкого территориального охвата потребуются провести кардинальные изменения системы надзора не только в центре, но и на местах. Кроме того, возникает необходимость в серьезной переподготовке персонала и создании новой архитектуры компьютерных систем – как в самом регуляторе, так и в регулируемых организациях.

Непротиворечивая группировка функций регулирования. Мировой опыт последних лет показывает, что объединение под эгидой одного регулирующего органа противоречивых функций макро- и микропруденциального надзора, а также обеспечение соблюдения

стандартов ведения бизнеса влекут за собой формирование новых для систем финансового регулирования конфликтов интересов, эффективные механизмы разрешения которых пока не отработаны. Как мы видели выше, в идеале финансово-экономическая по своей сути задача противодействия системным рискам должна решаться отдельно от обеспечения защиты прав инвесторов, осуществляемой главным образом правовыми средствами. В противном случае при кризисном развитии событий определение приоритетов в рамках одного регулирующего института становится очевидной проблемной зоной.

Создание равных благоприятных условий для развития различных секторов финансового посредничества. На сегодняшний день развитие финансовых рынков в России отличается серьезной несбалансированностью: институты коллективных и пенсионных инвестиций, обеспечивающие значительную долю формируемых в современной экономике «длинных денег», в силу ряда причин по факту находятся в дискриминируемом положении по сравнению с другими формами сбережений (банковские депозиты, валютные операции, покупка недвижимости). В частности, это происходит из-за более жестких требований к небанковским организациям в зонах их конкуренции с банками.

Взаимодействие регулятора с организациями финансового сектора. В условиях глобализации финансовых рынков национальные режимы регулирования отдельных институтов или рынков могут оказываться неконкурентными. Это, в свою очередь, приводит к оттоку национальных сбережений и переходу обслуживающих их посреднических организаций под иные юрисдикции. Поэтому сегодня как никогда важен диалог регулятора с подведомственными ему организациями финансового сектора о надзорных принципах и методах.

Отечественная и мировая практика свидетельствует, что наилучшая модель такого взаимодействия может быть организована на базе саморегулируемых организаций (СРО). Естественная платформа для сотрудничества регулятора и СРО – реализация регулятивной функции обеспечения стандартов ведения бизнеса. Так, в ряде стран при создании мегарегулятора даже наблюдалось его более тесное взаимодействие с отраслевыми СРО¹⁵. Если же шагов в этом направлении не делается, то форма надзора с высокой вероятностью будет доминировать над его содержанием.

Нетрудно видеть, что осуществление сегодня в России преобразований финансового регулирования указанным принципам не отвечает.

Вместо постепенного формирования предпосылок перехода к интегрированному регулированию решение о назначении Центрального банка мегарегулятором реализуется крайне быстрыми темпами. Поспешность уже обернулась серьезными проблемами при

¹⁵ Наиболее ярким примером может служить создание мегарегулятора FSA в Великобритании, при котором СРО были объединены с ранее существовавшим органом государственного регулирования, Управлением по ценным бумагам и инвестициям (SIB).

передаче функций страхового надзора в ФСФР, а предстоящие преобразования регулирования имеют намного более масштабный характер.

На наш взгляд, в ходе обсуждения будущей архитектуры финансового регулирования не было уделено достаточного внимания конфликтам интересов и функций внутри мегарегулятора и необходимым мерам, направленным на их преодоление. Наряду со стандартными конфликтами интересов, присущими центральным банкам в роли мегарегулятора, для Банка России характерен ряд дополнительных противоречий, связанных с его участием в капитале системообразующих финансовых организаций (Сбербанка России, Московской биржи и опосредованно – Центрального депозитария). С одной стороны, с учетом своих интересов как собственника Центральный банк не сможет осуществлять объективный контроль деятельности поднадзорных организаций. С другой стороны, рыночные институты, в капитале которых участвует Банк России, неизбежно приобретут дополнительные конкурентные преимущества (Реформа системы, 2012). Кроме того, существует серьезная опасность, что важнейшая задача защиты инвесторов окажется субординированной по отношению к другим регулятивным функциям ЦБ.

Одновременно вероятность того, что под контролем единого регулятора будет иметь место углубление или как минимум консервация сложившихся диспропорций российского финансового рынка (в частности, фактической дискриминации небанковских институтов) с негативными последствиями для экономического развития, весьма высока. Отсутствие у ЦБ опыта диалога с небанковскими СРО не может не сказаться на эффективности реализации регулятивной функции, направленной на обеспечение стандартов ведения бизнеса.

В связи с изложенным можно предположить, что задуманная сегодня и заложенная в проекты нормативных актов конструкция мегарегулятора окажется недолговечной. Неизбежность разделения такой структуры предопределяется очевидным нагромождением разноплановых конфликтов интересов в Центральном банке – мегарегуляторе¹⁶. Таким образом, уже на среднесрочном временном горизонте потребуются корректировка набора осуществляемых Банком России функций финансового регулирования и их перераспределение в пользу других органов. Конкретная конфигурация последних будет зависеть не только от выявленных в процессе реализации нынешней схемы надзора ошибок и слабых мест, ряд которых мы попытались предвосхитить в данной статье, но и от накопленного опыта в области мегарегулирования в странах со структурой финансовых рынков, близкой к российской (в том числе в свете необходимости налаживания эффективного международного сотрудничества в данной сфере).

На основании анализа мировой практики можно сделать вывод, что эффективный мегарегулятор финансового рынка должен сочетать функции регулирования (правоустановления) и надзора

¹⁶ При обсуждении вариантов трансформации регулирования в Великобритании вариант превращения в мегарегулятор Банка Англии даже не рассматривался.

(правоприменения). Сеньоражное финансирование, на которое указывают многие сторонники формирования мегарегулятора на базе Банка России в качестве решающего фактора такого решения, вовсе не безальтернативно: его могут с успехом заменить как целевые бюджетные ассигнования, так и взносы участников финансового рынка. Чтобы обеспечивать максимально возможную защиту интересов инвесторов, развивать все формы финансового посредничества и в конечном счете способствовать оптимальному распределению ресурсов в экономике, такой орган должен быть в минимальной степени подвержен конфликтам интересов, что фактически исключает его нахождение в структуре центрального банка. Это должен быть независимый институт, не подчиненный непосредственно органам исполнительной или законодательной власти, что гарантировало бы от вмешательства в его операционную деятельность. Разумеется, подчиненность не идентична подотчетности; конкретная схема подотчетности мегарегулятора должна быть определена с учетом характера выполняемых регулятивных функций¹⁷ и российской специфики¹⁸.

Именно такой мегарегулятор будет в наибольшей степени отвечать качественным характеристикам российского финансового сектора и интересам его развития.

Заключение

Современное развитие финансового рынка характеризуется доминированием финансовых холдингов и конгломератов, активной межсекторальной и межстрановой трансляцией рисков различной природы. Одновременно обратной стороной повышения роли финансового сектора в социально-экономическом развитии становятся более высокие издержки общества по преодолению кризисов. Эти причины формируют запрос на модернизацию систем финансового регулирования.

Основной тенденцией развития систем финансового регулирования в последние 20–30 лет является переход к интегрированным системам (мегарегулированию). В большинстве стран в роли мегарегулятора выступает специальный независимый орган, в ограниченном числе случаев – национальный банк. Кроме того, в последние годы приобретают популярность также системы интегрального регулирования/надзора, построенные на функциональном принципе и включающие два независимых института (так называемая модель *twin peaks*).

Для эффективного решения задач финансового регулирования каждое государство выбирает такую институциональную модель регу-

¹⁷ В отличие от центрального банка, мегарегулятор выполняет главным образом профессионально-техническую функцию, что, на наш взгляд, не оставляет возможности для эффективного контроля за ним со стороны структур представительной власти.

¹⁸ Представляется, что максимальные возможности защиты интересов инвесторов небанковский регулятор (ФКЦБ) имел в период подчиненности президенту РФ. После переподчинения этого органа правительству эффективность данной функции существенно снизилась вследствие ограничения самостоятельности, возможности развития нормативной базы и роста издержек (в первую очередь временных) на межведомственное согласование, сужения возможностей применять меры принуждения. Правда с точки зрения мирового опыта подотчетность президенту – далеко не часто встречающийся вариант (по оценке, лишь три случая среди 50 регуляторов из стран с наиболее крупными финансовыми рынками). Чаще всего встречается вариант подотчетности правительству или премьер-министру, а также министерству финансов.

лирования, которая наилучшим образом отвечает уровню развития и структуре национального финансового рынка, а также имеющимся возможностям и потребностям в надзорной сфере. Мегарегулирование имеет свои преимущества, однако, как показала практика, при переходе к нему могут возникать весьма серьезные проблемы. Основная сложность адаптации новых форматов регулирования связана с противоречиями, неизбежно возникающими при сочетании различных по своей сути и направленности регулирующих функций в рамках одного института. Наиболее серьезные проблемы возникают при сочетании этих функций в рамках мегарегулятора, созданного на базе национального (центрального) банка, вследствие чего данная институциональная модель распространена относительно нешироко.

Нами выделены следующие ключевые принципы модернизации систем финансового регулирования: постепенность; непротиворечивая группировка функций регулирования; создание равных благоприятных условий для развития различных секторов финансового посредничества; эффективное, основанное на «обратной связи» взаимодействие с регулируемыми организациями финансового сектора. Преобразования системы финансового регулирования, направленные на создание мегарегулятора на базе Банка России, не отвечают указанным принципам и осуществляются во многом вопреки имеющемуся международному опыту.

На наш взгляд, эффективный мегарегулятор должен представлять собой независимый институт, который подотчетен (но не подчинен) правительству или парламенту, что исключает возможность вмешательства в его операционную деятельность. Он должен сочетать функции регулирования (правоустановления) и надзора (правоприменения) на финансовом рынке и быть в минимальной степени подверженным конфликтам интересов. Напротив, создание единого мегарегулятора на базе Банка России способно усилить конфликты интересов внутри его структуры, дезорганизовать работу небанковских финансовых институтов и увеличить риски российской финансовой системы.

Литература

- Всемирный банк (2012). Российская Федерация: анализ и диагностика финансовой, регуляторной и институциональной политики, необходимой для создания Международного финансового центра. [Электронный ресурс] Всемирный банк. Июнь 2012. Режим доступа: http://mfcmoscow.com/assets/files/analytics/Russia_as_an_International_FC_Russian_Language_version.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: март 2013 г.).
- Мегарегулирование финансовых рынков (2004). Мегарегулирование финансовых рынков: Централизация надзора и концентрация ответственности. Материалы круглого стола. М.: НАУФОР.
- Миркин Я. (2011). Финансовые конгломераты в России // *Прямые инвестиции*. № 4. С. 62–64.

- Реформа системы (2012). Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке. [Электронный ресурс] М.: НАУФОР. Режим доступа: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=10116>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: март 2013 г.).
- О стратегии развития (2011). О стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года. Заявление правительства Российской Федерации и Центрального банка России от 5 апреля 2011 г. № 1472п-П13, 01-001/1280.
- Структурная модернизация (2010). Структурная модернизация финансовой системы России. Аналитический доклад. М.: Институт современного развития.
- Эффективный рынок капитала (2004). Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование. Под общ. ред. И.В. Костинова. М.: Наука.
- Briault C.** (1999). The Rationale for a Single National Financial Services Regulator // *FSA. UK*. P. 20–26.
- Čihák M., Podpiera R.** (2006). Is One Watchdog Better than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision. IMF, Working Paper 06/57.
- Department of the Treasury (2008). Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure. [Электронный ресурс] March. Режим доступа: <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: май 2013 г.).
- DiGiorgio G., DiNoia C.** (2001). Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal. Wharton Financial Institution Center, WP No. 01-02.
- Frantz P., Instefjord, N.** (2012). *Financial Regulation: Regulatory Arbitrage and Regulatory Harmonization*. [Электронный ресурс] // *Social Science Research Network*. Режим доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2027100, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: март 2013 г.).
- House of Lords (2009). Banking Supervision and Regulation. [Электронный ресурс] // Economic Affairs Committee, June. Режим доступа: <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldeconaf/101/10102.htm>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: март 2013 г.).
- Kremers J., Shoenmaker D., Wierds P.** (2003). Cross-Sector Supervision: which Model? Brookings-Wharton Papers on Financial Services. Herring R., Litan R. (eds.). P. 225–243.
- Masciandaro D.** (2004). Unification in Financial Sector Supervision: The Trade-off Between Central Bank and Single Authority // *J. of Financial Regulation and Compliance*. Vol. 12. No. 2. P. 151–169.
- McKenzie G., Wolf S.** (2001). Unification of Financial Regulatory Structures: the Case of Russian Federation. [Электронный ресурс] The School of Management University of Southampton. [Режим доступа: <http://eprints.soton.ac.uk/35715/1/01-170.pdf>], свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: март 2013 г.).

- Merton R.** (1990). The Financial System and Economic Performance // *Journal of Financial Services Research*. Vol. 4. No. 4. December. P. 263–300.
- Monkiewicz J.** (2007). Consolidated or Specialized Financial Market Supervisors: Is there an Optimal Solution? // *The Geneva Papers*. Vol. 32 (1). P. 151–161.
- Nier E.** (2009). Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks. IMF Working Paper, WP/09/70.
- Niemeyer J.** (2002). Where to Go after the Lamfalussy Report? An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision. SSE/EFI Working Paper (Series in Economics and Finance). No. 482.
- Supervision of Financial Conglomerates (1999). Documents Jointly Released by the International Organization of Securities Commissions, the International Association of Insurance Supervisors and the Basle Committee on Banking Supervision. [Электронный ресурс] February. Режим доступа: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD88.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: март 2013 г.).
- Tiebout C.** (1956). A Pure Theory of Local Expenditures // *J. of Political Economy*. Vol. 64 (5). P. 416–424.
- Vives X.** (2001). Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union // *Journal of Financial Services Research*. No. 19. P. 57–82.

Поступила в редакцию 2 апреля 2013 г.

O.V. Buklemishev

Moscow State University, Moscow,

Yu.A. Danilov

Higher School of Economics, Moscow

Effective Financial Regulation and Creation of the Mega-Regulator in Russia

The subject of the article is creation of the effective system of financial regulation, most fitting to the needs of economic development of Russia and the structural characteristics of the domestic financial market. Having analyzed international experience to-date with integrated financial regulation, the authors formulate the basic conditions for introduction of mega-regulator in Russia. Its alternative institutional designs, their advantages and flaws are described. The conclusion is made that the scheme currently adopted in Russia with Central Bank as a mega-regulator is suboptimal.

Keywords: *Financial regulation, mega-regulator, financial conglomerates, banking sector, non-bank financial institutes, investor protection, systemic risks.*

JEL Classification: G28, G23, G01, K22, L51, D02.