Правительство Российской Федерации

**Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования**

**"Национальный исследовательский университет
"Высшая школа экономики"**

**Факультет мировой экономики и мировой политики**

**Кафедра международных валютно-финансовых отношений**

**ВЫПУСКНАЯ** **КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**

На тему: Австралийская система регулирования финансового рынка и особенности саморегулирования профучастников

Студент группы № 562

К.Д. Ярцева

(Ф.И.О.)

Научный руководитель

Е.В. Ильин, к.э.н.

(должность, звание, Ф.И.О.)

Консультант

Б.Б. Рубцов, д.э.н.

 (должность, звание, Ф.И.О.)

Москва, 2013 г.

**Оглавление**

Введение

Глава 1. Принципы регулирования финансового рынка Австралии

1.1. Устройство финансового рынка Австралии

1.2. Создание системы Twin Peaks

1.3. Структура финансового рынка до перехода к системе Twin Peaks

1.4. Необходимость реформирования системы регулирования

1.5. Саморегулирование на австралийском рынке

Глава 2. Организация австралийской системы Twin Peaks

2.1. Основные направления деятельности регулятивных органов

2.2. Деятельность Австралийской администрации регулирования с совещательным правом (APRA)

2.3. Работа Австралийской комиссии по ценным бумагам и инвестициям (ASIC)

2.4. Функции Резервного банка Австралии (RBA)

2.5. Роль Казначейства в функционировании финансовой системы

2.6. Участие других организаций в финансовой системе Австралии

Глава 3. Эффективность системы Twin Peaks и оценка поведения профучастников

3.1. Измерение информационной эффективности по Шеннону

3.2. Нахождение состояний неэффективности рынка по Кульбаку-Лейблеру

3.3. Выявление структуры индивидуальных предпочтений профучастников

3.4. Сравнение интервалов предпочтений профучастников в Австралии и США

Заключение

Список использованной литературы

Приложение

**Введение**

Вопросы пределов регулирующих полномочий саморегулируемых институтов рынка, а также возможного конфликта интересов между акционерами биржи и её членами в связи с масштабной сменой организационной формы фондовых бирж, осуществляющейся последние двадцать лет, стали особо значимыми. Финансовый кризис 2008 года, начавшийся в стране, где саморегулируемые организации обладают широкими полномочиями, негативно повлиял на состояние многих экономик мира. В связи с этим большинство стран признали необходимость существенных изменений для модернизации систем регулирования финансовых рынков. В данном контексте тема исследования является **актуальной**, так как Австралия – одна из немногих стран, которым удалось избежать последствий мирового финансового кризиса благодаря нестандартной и успешной системе финансового надзора.

Основная **гипотеза** работы заключается в том, что система Twin Peaks способствует ситуации, когда профучастники предпочитают более эффективные состояния рынка, что помогает снизить глубину конфликта интересов.

**Объектом** исследования является австралийская система финансового регулирования, заключающаяся в тесном взаимодействии национальных суверенных регуляторов с саморегулируемыми организациями, сфера деятельности которых четко определена и контролируется. Поведение профессиональных участников рынка, определяющееся спецификой применяемого подхода к регулированию, является **предметом** исследования.

Выявление особенностей системы финансового надзора Австралии в контексте оценки поведения профучастников составляет **цель** работы. В соответствии с целью исследования, следующие **задачи** были поставлены:

* изучить устройство и систему регулирования финансового рынка Австралии;
* оценить эффективность австралийской системы Twin Peaks;
* выявить структуру индивидуальных предпочтений профучастников;
* оценить предпочтения неэффективности рынка профучастников;
* сравнить модель Twin Peaks с системой финансового регулирования Соединенных Штатов Америки.

К основным **источникам** работы относятся исследования по вопросам финансового регулирования, экономические статьи о саморегулировании финансового рынка и о видах юридических систем, а также отчеты, публикуемые суверенными регуляторами: Австралийской администрацией регулирования с совещательным правом и Австралийской комиссией по ценным бумагам и инвестициям. **Базы данных** по национальным фондовым индексам и взаимным фондам были предоставлены компанией Bloomberg.

**Глава 1. Принципы регулирования финансового рынка Австралии**

Австралия – это одна из развитых стран, экономика которой характеризуется сравнительно высокими темпами роста, низкой инфляцией и надежными политическими и экономическими институтами. Государство в настоящее время является тринадцатой экономикой в мире и третьей в Азиатско-Тихоокеанском регионе по размеру валового внутреннего продукта.

Прочные торговые отношения и инвестиционное сотрудничество с ведущими странами обеспечило Австралии 3% темп экономического роста в год в течение последнего десятилетия, что позиционирует государство как одно из сильнейших на международной арене за данный период.

Что касается финансового рынка, более 2100 компаний котируются на Австралийской фондовой бирже (ASX). Общая рыночная капитализация зарегистрированных участников составляет 1,3 триллиона долларов США. Согласно мнению участников Всемирного экономического форума, Австралия занимает пятое место в мире (из 57 оцениваемых ведущих финансовых систем) по показателю финансового развития.

Высокий уровень экономического развития Австралии свидетельствует об успешной организации институтов внутри государства. В частности, статистика по финансовому рынку подтверждает его эффективное функционирование и регулирование. В данной главе будут рассмотрены общее устройство финансового рынка страны, принципы финансового регулирования Австралии до и после введения системы Twin Peaks, причины данных изменений, а также сильные и слабые стороны саморегулирования на австралийском рынке.

**1.1. Устройство финансового рынка Австралии**

 Значимыми финансовыми институтами страны являются Австралийская фондовая биржа и её дополнительные структуры – Австралийская Расчетная палата и Электронная Система Подреестра (CHESS), а также Австралийская расчетная корпорация (ASTC). Основным государственным органом, ответственным за регулирование этих организаций, является Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям (ASIC). Другие государственные учреждения – Резервный банк Австралии (RBA) и Казначейство – также наделены некоторыми полномочиями в сфере регулирования. Таким образом, надзор за функционированием финансового рынка в Австралии осуществляется на федеральном уровне.

Отличительной чертой Австралийского режима являются обширные регулятивные полномочия, которыми наделены институты рынка. Нормотворческая деятельность в некоторых сферах, мониторинг деятельности и контроль за исполнением обязательств осуществляется фондовыми биржами, особенно Австралийской фондовой биржей. Для обеспечения справедливого и организованного функционирования рынка ASX передала надзорные полномочия своему дочернему предприятию – Организации по надзору рынка (ASXSM), независимость которого гарантирована. ASXSM следит за соблюдением требований к листингу, механизмов клиринга и расчетов, а также за исполнением правил участия брокеров на рынке. Австралийская фондовая биржа обязана уведомлять ASIC о своих требованиях к участникам рынка. Несмотря на то, что в Австралии саморегулированию отводится особое место, ни одна отраслевая организация не входит в структуру регулирования финансового рынка.

Нормотворческие полномочия в области открытой эмиссии ценных бумаг почти полностью принадлежат центральному Правительству, однако политика в сфере финансового регулирования часто формируется исходя из официальных или неофициальных рекомендаций Австралийской комиссии по ценным бумагам и инвестициям. ASIC следит за выпуском проспекта эмиссии и за содержанием данного документа, а также контролирует соблюдение эмитентом правил, касающихся процесса распространения ценных бумаг. Австралийская фондовая биржа устанавливает требования к листингу, правила по периодическим отчетам и раскрытию информации по важным событиям, в то время как центральное Правительство сосредоточено на внешнем аудите и процессах слияний и поглощений. ASIC ответственна за обеспечение соблюдения законов центрального Правительства по данным вопросам.

Пока центральное Правительство сохраняет право законодательной инициативы в большинстве случаев, фондовым биржам предоставляется возможность определять правила торговли. Биржи также контролируют соблюдение установленных ими правил. Их власть в этой сфере осуществляется параллельно с надзором ASIC за отсутствием фактов манипулирования рынком. Стоит отметить, что биржи не участвуют в регулировании инсайдерской торговли. Центральное Правительство устанавливает правила, определяющие инсайдерскую торговлю, тогда как ASIC следит за выполнением этих норм.

Надзор за местами торговли в Австралии особенно демонстрирует саморегулирование профессиональных участников рынка. Центральное Правительство установило общие требования к лицензированию фондовых бирж, накладывая на них обязательства по осуществлению их деятельности. До тех пор, пока биржа функционирует в соответствии с установленными нормами, она может свободно определять почти все другие оставшиеся вопросы. Таким образом, фондовые биржи объявляют правила касаемо внутренней организации, контроля, проведения биржевых операций и т.д. Необходимо, чтобы данные нормы были одобрены Австралийской комиссией по ценным бумагам и инвестициям. Решение ASIC по лицензированию новой фондовой биржи утверждается центральным Правительством. Оставшиеся задачи ASIC в этой сфере сводятся к надзору за соблюдением правил, установленных на рынке.

Австралия применяет разные подходы к регулированию деятельности брокерских и дилерских компаний и к надзору за другими профессиональными участниками рынка – финансовыми аналитиками, инвестиционными компаниями и консультантами. Нормотворческие полномочия в области брокерско-дилерской деятельности разделены между центральным Правительством и фондовыми биржами. Правительство устанавливает общие нормы лицензирования и требования к достаточности капитала, в то время как биржи определяют правила касательно фидуциарных обязательств, ведения бизнеса и членства на фондовой бирже. Что касается сферы профессиональных участников, нормотворческие полномочия осуществляются центральным Правительством и ASIC. В соответствии с распределением обязанностей в нормотворчестве, фондовые биржи осуществляют мониторинг деятельности брокерско-дилерских фирм под надзором ASIC. Помимо этого, ASIC отвечает за мониторинг и обеспечение лицензионных обязательств финансовыми аналитиками, инвестиционными компаниями и консультантами.

 Вовлеченность Австралийского центрального Правительства в процесс клиринга и расчетов на рынке ценных бумаг ограничивается законом о центральном депозитарии (CSD). Основные моменты, связанные с расчетно-клиринговыми операциями, определяются фондовой биржей, которая осуществляет эту деятельность через дочернее учреждение – Организацию по надзору рынка. В связи с возможностью системного риска, Резервный банк Австралии контролирует соблюдение правил осуществления деятельности центрального депозитария, сотрудничая с ASIC в этом отношении.

 Таким образом, фондовые биржи наделены широким кругом полномочий в таких вопросах, как составление торговых правил, требований к листингу и текущему раскрытию информации, определение фидуциарных обязательств и правил ведения бизнеса, формулировка условий членства на фондовой бирже и т.д. Однако нормотворческая инициатива в большинстве случаев принадлежит центральному Правительству. Казначейство занимается нормотворческой деятельностью в следующих случаях: регистрация проспектов ценных бумаг и их размещение, регулирование площадок организованной торговли, а также деятельность брокеров и инвестиционных компаний, тогда как стандарты корпоративного управления и случаи правонарушений на рынке определяются Правительством. Контрольно-надзорную и правоприменительную деятельность практически всегда осуществляет Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям, за исключением случаев размещения ценных бумаг и торговых правил, которые относятся к полномочиям только Австралийской фондовой биржи. Суды также участвуют в осуществлении правоприменительной деятельности в областях регистрации проспектов ценных бумаг, регулирования площадок организованной торговли и деятельности брокерских и инвестиционных компаний. С одной стороны, такие условия накладывают на биржи, являющиеся саморегулируемыми организациями, определенные обязательства, тем самым ограничивая их деятельность. Но, с другой стороны, данное устройство финансовой системы является эффективным и обеспечивает справедливое и организованное функционирование рынка.

**1.2. Создание системы Twin Peaks**

 Система финансового регулирования, существующая в Австралии в настоящее время, начала развиваться еще в 1996 году, когда Правительство объявило о создании организации по исследованию финансовой системы (FSI). Учреждение было основано после периода финансового дерегулирования, который начался в 1980-х годах. Дерегулирование подразумевает отход от регулирования некоторых видов финансовой деятельности и наделение банков и других институтов рынка большей свободой для быстрого реагирования на рыночные сигналы и поддержания стабильности финансовой системы. Основными функциями Организации по исследованию финансовой системы являлись анализ результатов невмешательства государства в деятельность финансового рынка, создание оптимального подхода к регулированию, а также разработка способа эффективного внедрения новой системы.

 Председателем FSI был уважаемый австралийский бизнесмен Стэн Уоллис. Ему предстояло определить направление дальнейшего развития австралийской системы регулирования финансового рынка. Было предложено три основных варианта: создание единственного регулятора, введение ведущего регулятора или переход к системе Twin Peaks.

 В первом случае предполагалось, что один орган будет осуществлять регулирование рынка и пруденциальное регулирование, а также обеспечивать защиту прав потребителей. Сторонники подхода утверждали, что деятельность будет последовательной и согласованной, так как одному учреждению можно будет тщательно контролировать разные финансовые группы. Помимо этого они полагали, что удастся избежать случаев регулятивного арбитража, когда нормы одного регулятора используются против другого, или же когда находятся пробелы в юрисдикции сразу двух органов. Однако противники метода были обеспокоены тем, что вся власть будет сконцентрирована в руках одного регулятора.

 Согласно теории о ведущем регуляторе, рассматривался вариант создания одного органа, который бы собирал информацию о финансовых группах, распространял её между другими регулирующими учреждениями и согласовывал любые возникающие вопросы и проблемы. Сторонники подхода подчеркивали, что ведущий регулятор обеспечит скоординированный подход к финансовым группам, сохраняя деятельность существующих регулирующих органов. Оппоненты данной теории утверждали, что введение ведущего регулятора может привести к конкуренции между остальными учреждениями и к замешательству участников рынка касательно разных целей и систем большого числа регуляторов.

 Третьим вариантом был переход к системе Twin Peaks, который предполагал создание двух финансовых регуляторов. Один из них был бы ответственен за пруденциальное регулирование, а второй за целостность финансовых рынков, осуществляемую с помощью регулирования поведения участников и качества раскрытия информации о торгующихся финансовых продуктах. Два новых регулятора действовали бы вместе с Резервным банком Австралии и Австралийской комиссией по вопросам конкуренции и защиты потребителей (ACCC). Преимуществом данной модели являлось создание двух специализированных учреждений с четко определенными и понятными регулятивными функциями. По сути, это разделение по функциональному принципу. Среди слабых сторон подхода противники выделяли возможность нормативного совмещения или дублирования, а также возникновение противоречий между учреждениями относительно их целей и задач.

 С одной стороны, члены Организации по исследованию финансовой системы полагали, что оптимальная структура регулирования предполагает наличие одного регулятора, способного решить четыре основные проблемы финансового рынка, среди которых ассиметричная информация, системная нестабильность, нарушение законов участниками рынка и антиконкурентное поведение. С другой стороны, организация не могла вынести окончательное решение в пользу создания единственного регулятора по ряду причин. Во-первых, на данном этапе развития финансовой системы и механизмов регулирования было бы преждевременно объединять все существующие учреждения с их разнообразными подходами. Во-вторых, один регулятор с полагающимися ему функциями мог бы стать слишком влиятельным. Кроме того, наделение одного органа регулирования всеми необходимыми полномочиями могло бы привести к неэффективной работе этого учреждения, так как круг его обязанностей был бы излишне обширен.

В результате, Комитет при FSI решил, что лучшим вариантом для финансовой системы будет создание двух органов регулирования: Австралийской комиссии по ценным бумагам и инвестициям (ASIC) и Австралийской администрации регулирования с совещательным правом (APRA). В данном случае ASIC будет ответственна за целостность рынка и защиту прав потребителей с целью стимулирования соблюдения законов и обеспечения доверия участников рынка. APRA будет уполномочена разрешать проблемы ассиметричной информации путем установления стандартов поведения в сферах страхования, открытия вкладов и пенсионного обеспечения. Помимо введения двух регуляторов Правительство изменило круг полномочий Резервного банка Австралии и Австралийской комиссии по вопросам конкуренции и защиты потребителей.

Резервный банк Австралии является центральным банком страны. Комиссией при FSI было принято решение, что обязанности пруденциального регулятора APRA должны быть отличными от функций Резервного банка Австралии по следующим причинам. Во-первых, регулирование в сферах страхования, открытия вкладов и пенсионного обеспечения с меньшей вероятностью будет гибко и эффективно осуществляться центральным банком, основной деятельностью которого является взаимодействие с коммерческими банками страны. Во-вторых, пока центральный банк оказывает поддержку учреждений для сохранения финансовой стабильности, нет автоматической гарантии, что один из институтов не станет неплатежеспособным. Поэтому необходимо разделение функций между двумя органами, то есть создание Австралийской администрации регулирования с совещательным правом, которая бы следила за соответствием финансовых институтов всем установленным требованиям. Однако системная стабильность финансовой системы должна оставаться прерогативой Резервного банка Австралии.

Таким образом, в 1998 году Австралия стала первой страной, которая перешла к модели Twin Peaks путем проведения реформирования системы регулирования финансового рынка. Решение было принято в 1997 году организацией по исследованию финансовой системы – третьим крупнейшим учреждением, проводившим обзор текущей ситуации в Австралии. В частности, существующие механизмы финансового контроля менялись на систему функционального регулирования. Было создано два регулятора: Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям и Австралийская администрация регулирования с совещательным правом. При этом десять регулирующих учреждений, ранее функционировавших на разных уровнях, были упразднены, а Резервный банк Австралии утратил некоторые регулятивные полномочия.

**1.3. Структура финансового рынка до перехода к системе Twin Peaks**

На протяжении ста лет шесть фондовых бирж, функционирующих на уровне штатов, регулировали финансовые рынки Австралии и их участников без законодательной поддержки, а также без контроля со стороны государства. После падения рынка акций в 1969-1970 годах ситуация изменилась. Некоторые штаты в начале 1970 начали разрабатывать законодательство в сфере контроля рынка ценных бумаг и постепенно внедрять его. В 1980 году Правительство впервые учредило комиссию по работе с национальными компаниями и ценными бумагами (NCSC), осуществлявшую надзор за деятельностью компаний на фондовых биржах, их поведением, а также за случаями слияний и поглощений. В течение двух последующих десятилетий вмешательство со стороны государства в регулирование финансовых рынков увеличивалось, постепенно разрабатывалась законодательная основа, отражающая официальные требования к торгующимся компаниям, однако саморегулирование было в приоритете.

Реформа 1998 года, ознаменовавшая переход к новой модели регулирования финансового рынка, во многом изменила ранее существовавшую структуру надзора. В соответствии с прежней системой, отдельные организации регулировали разные типы финансовых учреждений. Рассмотрим подробнее рамки финансового надзора в Австралии до 1998 года.

На схеме 1 представлены регулирующие органы, а также обозначены их основные сферы деятельности. Резервный банк Австралии осуществлял пруденциальный надзор за банками страны. Под этим подразумевается предварительный контроль, позволяющий регистрировать возможные осложнения и проблемы в деятельности финансовых институтов. Комиссия по страхованию и пенсионному обеспечению (ISC) контролировала деятельность страховых компаний и пенсионных фондов. Надзорные органы на уровне штатов и территорий (SSAs) осуществляли ежедневное наблюдение за строительными обществами, обществами взаимного страхования и кредитными кооперативами под руководством Австралийской комиссии по финансовым институтам (AFIC).

Источник: B. Goldsworthy, D. Lewis and G. Shuetrim. 2000. ‘APRA and the Financial System Inquiry’. Working Paper, 3. Sydney: Australian Prudential Regulation Authority, p. 2.

Схема 1: Институциональный подход к регулированию в Австралии (до 1998 года)

 Помимо пруденциального регулирования, осуществляемого перечисленными органами, отдельно обеспечивалась защита прав инвесторов. Данная функция входила в полномочия Австралийской комиссии по ценным бумагам (ASC), в то время как за права потребителей отвечала Австралийская комиссия по вопросам конкуренции и защиты потребителей (ACCC).

 Все перечисленные надзорные органы (кроме Резервного банка Австралии) контролировались Советом по финансовому надзору (CFS). Совет координировал деятельность этих учреждений для обеспечения эффективного сотрудничества между ними.

 Резервный банк Австралии, Австралийская комиссия по ценным бумагам, Комиссия по страхованию и пенсионному обеспечению несли ответственность перед Правительством Австралии. Эти учреждения отчитывались перед главой Казначейства, который является одним из министров в Правительстве. Вместе с тем, Австралийская комиссия по финансовым институтам работала на уровне штатов и территорий и контролировалась Советом министров по финансовым институтам.

 Такая фрагментированная институциональная структура надзора образовалась исторически, так как обязанности по регулированию в Австралии всегда были разделены между Правительством и надзорными органами на уровне штатов и территорий. Соответственно, существовало одиннадцать учреждений по финансовому надзору: Резервный банк Австралии, Комиссия по страхованию и пенсионному обеспечению, Австралийская комиссия по ценным бумагам, а также восемь надзорных органов на уровне штатов и территорий, подчиняющихся Австралийской комиссии по финансовым институтам.

**1.4. Необходимость реформирования системы регулирования**

 В 1998 году по решению организации по исследованию финансовой системы была проведена реформа, заменившая институциональную структуру регулирования финансового рынка Австралии системой с разделением полномочий по функциональному принципу. Столь кардинальные изменения не были следствием провалов рынка или международного давления. Рассмотрев систему регулирования финансового рынка до введения двух новых регуляторов согласно модели Twin Peaks, можно отметить, что существовало большое количество организаций, функционировавших на федеральном уровне и уровнях штатов и территорий, однако нельзя однозначно утверждать, что их деятельность была неэффективной. Можно сделать вывод, что смена системы регулирования без естественных на то причин была случаем государственного вмешательства.

 Согласно Канеру Бакеру, существует два вида государственной политики в области финансового регулирования: «управление без правительства», предполагающее самостоятельную горизонтальную координацию деятельности между ключевыми государственными и общественными организациями, а также «управление вместе с правительством» или «иерархичное управление», когда решение общественных и экономических вопросов выносится из центра[[1]](#footnote-1). В соответствии с этой теорией, можно предположить, что в Австралии применили второй вариант управления, и что государство осуществило внедрение новой системы, необходимости в которой не было.

Внутри финансового сообщества возникли споры, стоит ли менять существующую систему на функциональную с созданием новых регуляторов и упразднением большого числа предыдущих учреждений, или же стоит сохранить институциональную организацию с участием Резервного банка Австралии в банковском надзоре. К сторонникам существовавшей модели относились один из крупнейших банков страны, две влиятельные страховые компании, Резервный банк Австралии, Комиссия по страхованию и пенсионному обеспечению, Австралийская комиссия по ценным бумагам, Австралийская комиссия по финансовым институтам. Три не менее важных банка поддержали введение системы Twin Peaks. Таким образом, между ключевыми игроками частного сектора и финансового сообщества не было достигнуто консенсуса. Более того, большинство влиятельных институтов рынка выступили против перехода на новую модель регулирования рынка.

Таблица 2: Конфликт в банковском секторе при введении новой системы

|  |  |
| --- | --- |
| **Сторонники системы Twin Peaks** | **Оппоненты системы Twin Peaks** |
| Australian Mutual Provident Society Limited | Australian and New Zealand Banking Group |
| National Australia Bank | Commonwealth Bank of Australia |
| National Mutual Holdings Limited | Westpac Banking Corporation |

Источник: Caner Bakir, «The governance of financial regulatory reform: the Australian experience», 2009, p. 915.

 Казначейство не участвовало в осуществлении регулирования финансовых институтов страны, однако влияние этого учреждения в процессе перехода к новой модели оказалось определяющим. Мнение Казначейства было важным по ряду причин. Во-первых, исторически сложилось, что Казначейство является основным контролирующим финансовым органом в стране, ответственным за устойчивое экономическое развитие. Во-вторых, оно относительно изолировано от игроков частного сектора и финансового сообщества, то есть его мнение можно считать справедливым. В-третьих, Казначейство стремится гарантировать экономическое процветание и благосостояние жителей Австралии, поэтому основывается на интересах общества вцелом.

По мнению Казначейства, организацию финансового регулирования Австралии было нужно адаптировать к другим действующим международным системам, чтобы продолжать привлекать всё больше иностранных инвестиций в национальную экономику, необходимых для поддержания устойчивого экономического роста, и чтобы австралийские банки не были в неблагоприятном положении с точки зрения их конкурентоспособности на международном уровне[[2]](#footnote-2). Механизмы регулирования, использовавшиеся на тот момент, становились неэффективными в условиях постоянных структурных изменений на финансовых рынках. Большое количество организаций, функционировавших на федеральном уровне и уровнях штатов и территорий, вызывало излишнюю зарегулированность рынка и создавало возможности для регулятивного арбитража. Так как действовавшие регулятивные нормы не соответствовали современным рыночным тенденциям, доверие к надзорным органам постепенно уменьшалось. В частности, дочерние предприятия крупных конгломератов контролировались разными регулирующими учреждениями, однако ни одно из них не несло ответственности за деятельность всего конгломерата, в связи с чем надежность этих учреждений стала сомнительной.

Таким образом, наблюдался явный конфликт между большим количеством действующих регулятивных органов, выступавших против изменения структуры регулирования, и Казначейством, рекомендовавшим переход на функциональное разделение полномочий в финансовом надзоре. В сложившейся ситуации вмешательство государства было единственным решением, однако позиция Казначейства по данному вопросу также имела большое значение. Решение государства перейти на систему Twin Peaks свидетельствует о том, что Правительство Австралии является ключевым игроком рынка. Оно активно вовлечено в процессы финансового регулирования и стремится заменить успешно функционирующую модель на еще более эффективную, основываясь на интересах общества вцелом.

**1.5. Саморегулирование на австралийском рынке**

 Поддержание финансовой целостности рынка, защита инвесторов, обеспечение прозрачности и эффективности рынка осуществляются с помощью установления норм деловой этики и разработки кодексов профессионального поведения участников рынка. Для введения и обеспечения соблюдения подобных правил и стандартов необходима развитая законодательная основа. Однако правомерная деятельность различных участников рынка может достигаться не только через разработку всех необходимых законов на государственном уровне, но и через саморегулирование.

 Финансовый надзор в Австралии относится к гибкому типу регулирования финансового рынка. Инфраструктурные институты рынка взаимодействуют с государственными органами и в то же время имеют относительную свободу действий. Пока институты отвечают всем возложенным на них суверенными регуляторами требованиям, они могут сами выбирать инструменты для достижения поставленных целей. В частности, саморегулируемой организацией в Австралии является Австралийская фондовая биржа, а роль основных регуляторов финансового рынка выполняют Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям и Австралийская администрация регулирования с совещательным правом. Функции данных учреждений, а также Резервного банка Австралии и Казначейства, в той или иной степени вовлеченных в процесс регулирования, будут подробно рассмотрены во второй главе.

 Надзор за финансовым рынком является одной из важнейших задач Австралийской фондовой биржи в достижении своей цели по обеспечению эффективного и справедливого функционирования рынка и по осуществлению его информационной эффективности. Биржа не только устанавливает нормы поведения, но и пресекает нарушения правил листинга и выявляет случаи инсайдерской торговли. Одним из принципов, лежащих в основе правил листинга, является обязательство компаний предоставлять информацию о своей деятельности и нести ответственность за её достоверность. Биржа может использовать следующие механизмы принуждения в отношении котирующихся копаний: моральное убеждение, требование выпуска дополнительных видов отчетности, временная приостановка котировок акций компании, а также исключение акций из биржевого списка. В соответствии с законом, ASX может добиваться судебных постановлений для обеспечения соблюдения правил листинга. Помимо требований к листингу, Австралийская фондовая биржа контролирует операционные счета брокеров, следит за добросовестной деятельностью членов биржи и своевременным обновлением информации о состоянии компаний. ASX устанавливает правила касательно поставок и расчетов по совершенным сделкам.

Саморегулирование имеет ряд преимуществ по сравнению с разработкой законов на государственном уровне и полной ответственностью государственных органов за регулирование финансовых рынков. Рассмотрим следующую ситуацию. Компания, акции которой торгуются на бирже, или брокер, совершающий операции на бирже, заинтересованы соответствовать всем предписанным биржей правилам, чтобы иметь право использовать её услуги. Если данные стандарты становятся излишне обременительными, или изменяются в неблагоприятную для участника сторону, он в любой момент может покинуть биржу. То есть, биржа, с одной стороны, сама определяет правила торговли, но, с другой стороны, должна учитывать интересы всех участников и устанавливать приемлемые для рынка стандарты. Непосредственное сотрудничество биржи с участниками рынка позволяет ей охватывать все детали торговли и изменять правила в случае необходимости, что не представляется возможным для государственных регуляторов. Обладание информационным преимуществом – одна из особенностей саморегулируемых организаций. Их деятельность ориентирована непосредственно на рынок, и они способны быстро скорректировать свои действия в ответ на изменившиеся обстоятельства в динамично развивающейся отрасли. В результате правила торговли становятся более гибкими и лучше отвечают потребностям рынка. Более того, поддержание собственной репутации стимулирует биржи обеспечивать максимальное качество предоставляемых услуг и рациональность устанавливаемых правил. Зная особенности поведения участников, саморегулируемые организации могут регулировать их деятельность без негативного влияния на эффективность рынка.

Принятие суверенными регуляторами тех или иных законов не исключает возможности нахождения в них лазеек. Последующая доработка законов для устранения таких случаев будет вести лишь к большей сложности нормативных актов. Регулируемые организации могут не понять требований в этих законах, тогда как самим регуляторам будет сложно обеспечить их выполнение. Кроме этого, самостоятельность и финансовая независимость биржи являются её преимуществами. Необходимые средства собираются у участников, тогда как в случае деятельности суверенного регулятора всё бремя ложится на налогоплательщиков.

По причине масштабной коммерциализации бирж на протяжении последних двадцати лет, появился ряд опасений, связанных с предоставлением регулирующих полномочий саморегулируемым институтам рынка. Термин коммерциализация предполагает изменение организационно-правовой формы биржи, то есть её выход на фондовый рынок со своими акциями с целью привлечения дополнительных инвестиций. Выступление биржи в качестве эмитента может быть связано с обострившейся конкуренцией со стороны иностранных торговых площадок. Активное развитие компьютерных технологий и полная автоматизация процесса биржевой торговли во многом снижают стоимость предоставляемых услуг, тогда как привлечение капитала необходимо для дальнейшей модернизации биржи.

Основной проблемой, вызванной изменением модели биржевого устройства, является конфликт интересов. Биржа переориентировала деятельность на удовлетворение интересов своих акционеров, хотя в первую очередь необходимо обслуживать интересы членов. Акционеры фондовой биржи могут повлиять на основные приоритеты биржи: если её деятельность их не устраивает, они всегда могут покинуть биржу. В результате, регулятивная функция биржи перестает являться основополагающей, что подразумевает уход на второй план защиты интересов инвесторов. Помимо этого, обострившийся конфликт интересов подразумевает такие угрозы, как склонность к злоупотреблению нормативными полномочиями для достижения собственных целей, снижение эффективности в обеспечении соблюдения собственных торговых правил и законодательства о ценных бумагах, действие в интересах лишь крупных инвесторов.

 В результате, очевидно, что саморегулируемые организации обладают рядом неоспоримых преимуществ, однако не могут эффективно функционировать без поддержки со стороны государства. Лучшим решением в данной ситуации является сотрудничество инфраструктурных институтов рынка и суверенных регуляторов, что и наблюдается на финансовом рынке Австралии. Законы устанавливают минимальные требования к участникам рынка, тогда как саморегулируемые организации определяют более высокие стандарты поведения.

Таким образом, часть полномочий в области регулирования финансовых рынков в Австралии передается биржам, которые регулируют большой круг вопросов: в том числе определяют правила листинга и торговые правила, следят за ведением бизнеса участниками рынка. Такое распределение обязанностей в области финансового надзора происходит по причине большого числа преимуществ деятельности саморегулируемых организаций. Среди них лучшая информированность о том, что происходит внутри всей финансовой системы, быстрое принятие решений при изменении конъюнктуры рынка, а также гибкость этих решений, разработка правил в соответствии с операционными особенностями участников рынка. Последнее время биржи сосредоточились на максимизации прибыли и уделяют меньше внимания регулированию. В связи с этим тесное взаимодействие саморегулируемых организаций с суверенными регуляторами необходимо, так как оно способствует повышению эффективности и стабильности рынка.

В 1998 году после рассмотрения трех возможных вариантов реформирования финансовой системы Австралии, организация по исследованию финансовой системы приняла решение о переходе к системе Twin Peaks. Существовавшая ранее институциональная модель не имела явных недостатков, однако Правительство Австралии, являясь ключевым игроком рынка, стремилось внедрить более эффективную систему регулирования, основываясь на интересах общества вцелом. Было создано два регулятора: Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям и Австралийская администрация регулирования с совещательным правом. Эти учреждения являются суверенными регуляторами, активно взаимодействующими с саморегулируемыми организациями на австралийском рынке.

**Глава 2. Организация австралийской системы Twin Peaks**

В современном обществе глобальные рынки капиталов и денежных средств постоянно эволюционируют. Экономические кризисы, природные катаклизмы и другие значимые события, происходящие как внутри страны, так и на международном уровне, провоцируют модификацию систем регулирования финансовых рынков, а также принципов функционирования институтов рынка. В связи с этим необходимо, чтобы органы регулирования проводили своевременную корректировку нормативно-правовой базы в зависимости от изменений на финансовых рынках.

Согласно докладу группы тридцати, многие страны трансформировали системы регулирования финансовых рынков в течение последних пятнадцати лет, а большинство из них находятся в процессе реструктуризации или активно обсуждают необходимость существенных изменений для модернизации своих систем[[3]](#footnote-3).

В настоящее время во всем мире применяются четыре подхода к финансовому надзору: институциональный, функциональный, интегрированный и Twin Peaks. В целом, ни одна модель не доказала своего однозначного превосходства над другими в достижении всех целей регулирования. Однако многие эксперты полагают, что Австралии удалось избежать последствий мирового финансового кризиса благодаря успешной системе финансового надзора. Австралия и Нидерланды являются единственными странами, в которых модель Twin Peaks действует в настоящее время. В октябре 2008 года группа тридцати в своем докладе о структуре финансового надзора обнаружили, что эти две страны имеют наиболее эффективные режимы регулирования в мире[[4]](#footnote-4).

В данной главе будет подробно рассмотрена деятельность четырех независимых учреждений, осуществляющих надзор за финансовой системой Австралии: Австралийской администрации регулирования с совещательным правом, Австралийской комиссии по ценным бумагам и инвестициям, Резервного банка Австралии и Казначейства Австралии, а также будут проанализированы функции других организаций, играющих не менее важную роль в функционировании финансовых рынков Австралии.

**2.1. Основные направления деятельности регулятивных органов**

 Оценив последствия мирового финансового кризиса, регулятивные учреждения, политики и общественность осознали, что эффективность финансового регулирования крайне важна. Модель Twin Peaks, как и другие подходы к регулированию финансового рынка, стремится обеспечить достижение четырех основных целей: безопасности и надежности финансовых институтов, защиты потребителей и инвесторов, снижения системных рисков, эффективности и честности финансовых рынков. Помимо перечисленных условий, являющихся залогом успешного функционирования системы, рынок не должен быть излишне регулируемым. Рассмотрим подробнее каждую из четырех целей.

 Безопасность и надежность финансовых институтов обеспечивается через проверку их платежеспособности и сохранности клиентских активов. Существует ряд правил, которым должны соответствовать банки, страховые и инвестиционные компании. Данные стандарты включают как запрещающие нормы, так и рекомендации касательно их деятельности. Такие принудительные меры, как штрафы, наказания, взыскания, а также другие санкции не используются.

 Защита потребителей и инвесторов осуществляется с помощью правил ведения бизнеса. Данные нормы направлены на обеспечение добросовестного ведения сделок и включают требования к раскрытию информации, транспарентности, платежеспособности. Примерами могут быть правила о столкновении интересов, когда государственным служащим запрещается занимать посты в частных компаниях, а также ограничения о рекламировании определенных товаров или услуг.

 Снижение системных рисков является первоочередной и в то же время самой трудновыполнимой задачей. Обеспечение этой цели не предполагает принятия строго определенных действий, так как риск относится к нарушению функционирования всей системы в целом. Ввиду этого обеспечение системной стабильности включает наблюдение за деятельностью крупных игроков рынка, контроль расчетно-клиринговых операций и платежей, а также надзор за другими ключевыми компонентами рынка.

 Под честностью и эффективностью подразумевается налаженное функционирование финансовых рынков, включающее доступность информации о ценах торгующихся товаров, отсутствие инсайдерской торговли и неконкурентного поведения. Своевременное предоставление участниками рынка достоверной информации о финансовой деятельности необходимо для эффективной работы рынка в целом, так как рыночные цены акций должны отражать реальное положение компаний.

 Таким образом, регулирование финансовых рынков направлено на соблюдение всех перечисленных правил, что ведет к повышению доверия к финансовой системе и к присутствию на рынке большего числа участников. Однако слишком большое количество этих правил и их сложность могут привести к излишней зарегулированности рынка, следовательно, к его неэффективности. Модель Twin Peaks учла оба этих важных момента путем упразднения большого количества ранее существовавших учреждений по надзору и сокращению полномочий Резервного банка Австралии, а также путем создания двух новых регулирующих органов: один из них обеспечивает безопасность и надежность финансовых институтов, а другой сосредоточен на регулировании правил ведения бизнеса.

**2.2. Деятельность Австралийской администрации регулирования с совещательным правом (APRA)**

 Австралийская администрация регулирования с совещательным правом была учреждена 1 июля 1988 года в соответствии с *Australian Prudential Regulation Authority Act 1998[[5]](#footnote-5)*. Она ответственна за пруденциальное регулирование отдельных финансовых учреждений и за обеспечение стабильности финансовой системы Австралии. Деятельность APRA финансируется за счет сборов, выплачиваемых институтами, которые она регулирует.

 APRA контролирует депозитные учреждения (банки, строительные общества, кредитные кооперативы), различные страховые общества, общества взаимного страхования и пенсионные фонды (не включая самоуправляемые). В настоящее время общая стоимость активов контролируемых учреждений составляет четыре триллиона долларов[[6]](#footnote-6). Администрация устанавливает и внедряет стандарты пруденциального регулирования, направленные на выполнение финансовых обязательств, данных контролируемыми учреждениями своим клиентам.

Помимо надзорных функций, APRA собирает статистическую информацию о регулируемых учреждениях и некоторых финансовых посредниках для своих собственных целей. Таким образом, она выступает в качестве национального статистического агентства в финансовом секторе, собирая информацию также по поручению Резервного банка Австралии и Австралийского бюро статистики.

APRA способствует финансовой стабильности, требуя от контролируемых учреждений разумно управлять рисками для сведения к минимуму вероятности потерь финансовых средств вкладчиков. Она также ответственна за взаимодействие с финансовыми институтами, неспособными выполнить свои обязательства. В случае серьезных финансовых проблем, администрация сообщает об инциденте соответствующему министру. В этой области работа APRA осуществляется вместе с Резервным банком Австралии, который оказывает финансовую поддержку проблемным учреждениям, если это необходимо. Если же ситуация слишком критична, то администрация вправе прекратить деятельность неплатежеспособной организации путем её закрытия. Вкладчики остаются защищены, так как они становятся первыми лицами, претендующими на активы разорившегося учреждения. Более того, под контролем APRA в октябре 2008 года была образована схема финансовых претензий (FCS), согласно которой Правительство гарантирует защиту вкладов до 250000 долларов[[7]](#footnote-7). Схема компенсаций в случае разорения страховых компаний также предусмотрена.

Деятельность администрации осуществляется в четырех областях: установление пруденциальных стандартов, оценка новых заявлений на получение лицензии, оценка финансовой устойчивости контролируемых учреждений, а также помощь организациям, испытывающим финансовые трудности. Рассмотрим каждую из четырех областей.

APRA действует в рамках законов, принятых Парламентом Австралии. Именно эти законы наделили APRA властью устанавливать пруденциальные нормы, составляющие основу её регулятивной деятельности. Основной смысл этих стандартов заключается в сведении к минимуму возможных рисков путем их надлежащего управления. Более рискованные учреждения контролируются в большей степени. Пруденциальные стандарты затрагивают такие моменты, как достаточность капитала, корпоративное управление, качество и концентрация активов, разные виды рисков – операционный, рыночный, кредитный. Администрация осознает, что существует множество организаций, поэтому к каждой из них применяется особый подход, однако минимальные требования к достаточности капитала едины для всех.

В оценку новых заявлений на получение лицензии входит рассмотрение качества менеджмента, репутации заявителя и достаточности ресурсов. Кандидаты должны продемонстрировать эффективную систему управления рисками, финансовую устойчивость, а также способность соответствовать всем пруденциальным стандартам.

После выдачи лицензии, APRA должна убедиться, что контролируемые учреждения управляют своими рисками должным образом и соответствуют установленным критериям, а также должна выявить те организации, которые не могут или не хотят делать это. Для оценки финансовой устойчивости участников рынка APRA использует два вида анализа: внешний и внутренний.

Внешний анализ проводится постоянно и подразумевает оценку финансовой устойчивости учреждения с вынесением решения о качестве управления. Он включает анализ достаточности капитала, доходов, различных финансовых показателей, основных рисков, изменений организационной структуры и механизмов управления. Представители APRA регулярно встречаются с руководством контролируемых организаций для рассмотрения результатов внешнего анализа.

Члены APRA также посещают и сами регулируемые учреждения для осуществления внутреннего анализа. В ходе этих визитов проходят беседы с сотрудниками организаций, при необходимости рассматриваются некоторые документы. Внутренний анализ направлен на определенную область риска. Частота и продолжительность таких визитов определяется для каждой конкретной ситуации, однако в случае возрастающих рисков количество посещений увеличивается.

Центральное место в системе оценки рисков занимают два инструмента, созданные в октябре 2002 года: рейтинговая система вероятностей и воздействия (PAIRS) и система надзора и реагирования (SOARS). Два этих инструмента помогают осуществлять эффективный надзор, а также быстро и последовательно действовать в случае необходимости. Основной задачей PAIRS является оценка вероятности того, что финансовый институт может не выполнить свои обязательства, и анализ последствий такой ситуации. Но так как определения рисков недостаточно, создана SOARS, чтобы отвечать на выявленные угрозы лучшим образом.

Четвертой сферой деятельности APRA является помощь организациям, испытывающим финансовые трудности. Время от времени некоторые учреждения не хотят или не могут соответствовать установленным пруденциальным стандартам. APRA сотрудничает с этими институтами для исправления их положения. APRA уполномочена вмешиваться в деятельность контролируемых учреждений, если есть угроза стабильности финансовой системы. Поэтому она может проводить любые расследования касаемо функционирования институтов и определять дальнейшее направление их развития. В крайних случаях APRA может обратиться в Федеральный Суд, чтобы отстранить человека от деятельности в учреждении или назначить нового, которому передадут контроль над институтом.

Таким образом, все контролируемые институты должны обеспечивать финансовую устойчивость и целесообразно управлять рисками. Пруденциальный регулятор APRA призван минимизировать возможность разорения контролируемых организаций. APRA стремится вмешаться в деятельность института как можно раньше, чтобы предупредить о серьезных проблемах, предотвратить их появление и разработать план действий на случай их возникновения.

**2.3. Работа Австралийской комиссии по ценным бумагам и инвестициям (ASIC)**

Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям является независимым учреждением, регулирующим деятельность финансовых институтов и способствующим защите инвесторов, кредиторов и потребителей. Организация начала свою деятельность в 1991 году как Австралийская комиссия по ценным бумагам (ASC). В 1998 году учреждение переименовали в Австралийскую комиссию по ценным бумагам и инвестициям, включив в круг её полномочий защиту потребителей в областях страхования, открытия вкладов и пенсионного обеспечения.

*Australian Securities and Investments Commission Act 2001[[8]](#footnote-8)* описывает основные направления деятельности комиссии. Среди них улучшение функционирования финансовой системы, содействие вовлечению инвесторов и потребителей в финансовые рынки и обеспечение их достаточной информированности, контроль за соблюдением законов, обработка и хранение информации, а также её предоставление общественности.

ASIC является членом совета финансовых регуляторов (CFR) – органа, координирующего деятельность регулирующих учреждений в Австралии. В данный совет также входит Резервный банк Австралии, Казначейство и Австралийская администрация регулирования с совещательным правом. Структура системы финансового регулирования Австралии изображена на схеме 3. ASIC также сотрудничает с Австралийской комиссией по вопросам конкуренции и защиты потребителей и входит в международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

Источник: Group of Thirty, «The structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace», 2008, p. 193.

Схема 3: Структура финансового регулирования Австралии

Комиссия контролирует деятельность финансовых рынков, депозитных организаций, финансовых институтов и профессиональных участников, оказывающих услуги в сферах инвестиций, пенсионного обеспечения и страхования. В качестве регулятора сферы потребительского кредитования, ASIC выдает лицензии и контролирует организации, вовлеченные в эту область: банки, кредитные кооперативы, инвестиционные и брокерские компании. ASIC гарантирует, что каждое учреждение, получившее лицензию, соответствует всем необходимым стандартам. Как регулятор рынка, комиссия оценивает, насколько эффективно финансовые рынки соответствуют установленным обязательствам функционировать справедливо, организованно и открыто. Что касается предоставления финансовых услуг, комиссия дает разрешение на ведение деятельности предоставляющим их организациям. Также ASIC контролирует, чтобы они работали честно и эффективно.

Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям имеет три приоритетных направления в работе. Данными приоритетами являются уверенные и информированные инвесторы и потребители финансовых услуг, справедливое и эффективное функционирование финансовых рынков, эффективная регистрация и лицензирование. Рассмотрим подробнее каждую из этих целей.

Для обеспечения инвесторов и потребителей достоверной финансовой информацией ASIC создает специальные Интернет-ресурсы об услугах и работе финансовых посредников, пенсионных фондов и других контролируемых ею учреждений. ASIC вместе с Советом по финансовой грамотности разрабатывают стратегии для улучшения образования людей в данной сфере. Одним из пунктов стратегии являются специальные кредитные программы.

Помимо этого, комиссия проверяет качество раскрытия информации по производным финансовым инструментам и другим сложным продуктам, следит за выполнением реформ в сфере потребительского кредитования и обеспечивает соблюдение законов FOFA (Future of Financial Advice), направленных на повышение доверия инвесторов в Австралии. ASIC контролирует, чтобы кредитные организации, посредники, финансовые советники, инвестиционные компании, банки, хедж-фонды, рейтинговые агентства, пенсионные фонды, кастодианы соблюдали данные законы.

Для контроля вопроса обеспечения инвесторов и потребителей всей необходимой информацией в 2011 и 2012 годах комиссией было проведено 67 встреч с финансовыми советниками, 34 встречи с представителями инвестиционных банков, 61 встреча с депозитными организациями, страховыми компаниями и пенсионными фондами[[9]](#footnote-9).

Вторым приоритетом является справедливое и эффективное функционирование финансовых рынков. ASIC обеспечивает надлежащее раскрытие информации для инвесторов; контролирует расчетные и клиринговые операции, оценивая участников рынка на соответствие предписанным законом обязательствам; проверяет качество финансовых отчетов и гарантирует, что деятельность аудиторов соответствует всем требуемым стандартам.

ASIC также следит за рынками акций и производных финансовых инструментов для выявления случаев, которые нарушают целостность рынка. К ним относятся манипулирование рынком, использование инсайдерской информации, нарушение обязательств о раскрытии информации, аномальная алгоритмическая торговля. При подтверждении нарушений, ASIC принимает меры принудительного характера для осуждения в уголовном порядке.

Особое внимание уделяется неплатежеспособным компаниям. Комиссия устанавливает правила их ликвидации и следит за соблюдением этих стандартов. Также под управлением ASIC создан специальный фонд, занимающийся компаниями с нехваткой или отсутствием активов (AA Fund). Он финансирует предварительные расследования ликвидаторов, а также следит за отсутствием мошеннических действий. После получения результатов этих исследований фонд помогает принять решение, стоит ли распродавать имущество обанкротившейся компании или нет.

В рамках третьего приоритетного направления работы комиссии – обеспечения эффективной регистрации и лицензирования – общественности был предоставлен открытый (более узкий в некоторых случаях) доступ к информации о зарегистрированных участниках рынка и был организован контактный центр для регулируемых организаций, потребителей и других лиц. Данный центр оказывает различные консультации по вопросам лицензирования и регистрации.

В целом, подход ASIC к регулированию основан на оценке рисков. Комиссия стремится выделить основные проблемы, которые влияют на решения потребителей, угрожают стабильности финансовой системы и международной репутации Австралии, как безопасной и хорошо регулируемой стране для ведения бизнеса. Помимо анализа существующих рисков, целью ASIC является прогноз и предотвращение новых угроз. В июле 2006 года ASIC создала экспертную группу делового консультирования, чтобы содействовать более эффективному диалогу с бизнес-сообществом по текущим и потенциально возможным рыночным рискам[[10]](#footnote-10). В 1999 году была учреждена группа по консультированию потребителей (CAP). Её роль заключается в оказании консультативной помощи по актуальным вопросам, связанным с потребителями, а также в поддержке обратной связи с потребителями для оценки результатов деятельности комиссии[[11]](#footnote-11).

Таким образом, Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям регистрирует и лицензирует участников рынка, предоставляет общедоступные базы данных с информацией о компаниях и финансовых услугах, устанавливает стандарты для обеспечения целостности финансовых рынков, следит за раскрытием информации компаниями и приостанавливает их деятельность в случае недостатка необходимой документации. Вместе с судами и другими специализирующимися органами ASIC расследует предполагаемые случаи нарушения закона, высылая до этого предварительные уведомления, запрещает конкретным людям заниматься кредитной деятельностью или оказывать финансовые услуги, привлекает к гражданско-правовой ответственности и накладывает санкции в соответствующих случаях, осуществляет уголовное преследование. То есть ASIC наделена всеми необходимыми полномочиями для эффективного выполнения своей регулятивной роли.

**2.4. Функции Резервного банка Австралии (RBA)**

 Резервный банк Австралии является центральным банком страны. Он проводит эмиссию денег, управляет золотовалютными резервами и осуществляет денежно-кредитную политику. Деятельность RBA направлена на поддержание стабильности финансовой системы государства. Помимо своих основных функций, Резервный банк предоставляет некоторые банковские и регистрационные услуги ряду австралийских государственных учреждений и отдельным зарубежным Центробанкам и финансовым институтам.

 Роль и функции RBA закреплены в нескольких законодательных актах, основным из которых является *Reserve Bank Act 1959[[12]](#footnote-12)*. В соответствии с этим законом, банк разделен на два совета: совет резервного банка и совет платежной системы. В обязанности первого входит обеспечение стабильности австралийского доллара, поддержание полной занятости, а также гарантия экономического процветания и благосостояния жителей Австралии. Второй совет контролирует возможные риски финансовой системы, содействует повышению эффективности системы платежей, поощряет развитие конкуренции на рынке платежных услуг.

 Стабильная финансовая система, когда финансовые институты и рыночная инфраструктура обеспечивают беспрепятственное движение средств, способствующая росту экономической активности, является основной целью Резервного банка. Обеспечением этих задач RBA занимается вместе с соответствующими учреждениями, главным образом, с членами ранее упоминавшегося совета финансовых регуляторов. Это координирующий орган, чья роль заключается в содействии эффективности финансового регулирования. В него входят Казначейство, ASIC, APRA и Резервный банк Австралии, губернатор которого возглавляет совет. Члены объединения встречаются ежеквартально и обсуждают вопросы регулирования и возможные угрозы финансовой стабильности. Совет финансовых регуляторов также дает рекомендации Правительству в области регулирования финансовых рынков.

 В июле 1998 года структура финансового регулирования Австралии сильно изменилась, так как Резервный банк Австралии передал часть своих полномочий по надзору Австралийской администрации регулирования с совещательным правом, а также создал совет платежной системы. Тем не менее, недопущение финансовой нестабильности остается приоритетной задачей банка. RBA постоянно оценивает ряд совокупных экономических и финансовых показателей, которые помогают оценить устойчивость всей системы и выявить уязвимые области.

 Поддержание финансовой стабильности не предполагает гарантию платежеспособности финансовых учреждений, однако Резервный банк принимает активное участие вместе с другими органами из совета финансовых регуляторов в контроле за такими ситуациями. В частности, RBA ответственен за оценку масштабов и характера системного воздействия любых угроз на финансовые рынки. Банк также следит за функционированием платежных и расчетных систем и обсуждает проблемные моменты в этой сфере с главой Казначейства. RBA в случае необходимости обязан осуществить действия по поддержке ликвидности.

 Таким образом, Резервный банк Австралии – крупный международный банк, входящий в Базельский комитет по банковскому надзору. Он выявляет возможные проблемы финансовой системы государства и контролирует осуществление мер по их разрешению. Регулятивная деятельность Резервного банка Австралии осуществляется в соответствии с международными стандартами пруденциального регулирования и направлена на обеспечение финансовой стабильности внутри страны.

**2.5. Роль Казначейства в функционировании финансовой системы**

 Казначейство Австралии начало свою деятельность как самый маленький из семи созданных государством департаментов в январе 1901 года. В его состав входило пять бухгалтеров, которые занимались вопросами пенсионного обеспечения и социальных выплат, системой налогообложения, а также сбором статистики. На сегодняшний день Казначейство является центральным ведомством, которое анализирует экономическую ситуацию на общегосударственном уровне, оперативно реагирует на любые возникающие проблемы, занимается составлением и реализацией федерального бюджета Австралии. Казначейство вовлечено в широкий круг вопросов от определения приоритетов макроэкономической политики государства до участия в международных соглашениях. Главной задачей Казначейства является улучшение благосостояния жителей Австралии путем своевременных консультаций с Правительством, основанных на тщательном анализе различных экономических показателей, а также помощи в реализации государственных решений.

 Внутри Казначейства выделены четыре рабочие группы в соответствии с приоритетными направлениями деятельности. Первым приоритетом является стабильная макроэкономическая ситуация. Для его реализации осуществляется анализ и мониторинг экономических условий Австралии и других зарубежных государств, оценка государственной политики в этой области и проведение консультаций в случае необходимости, активное участие в двусторонних, региональных и международных форумах для продвижения интересов Австралии.

 Вторым приоритетом является разработка и осуществление федерального бюджета, а также помощь в классификации государственных расходов. Казначейство дает рекомендации относительно фискальной политики, эффективного управления государственными расходами и финансовой политики государства. Оно ответственно за составление бюджета страны и за подготовку других необходимых финансовых документов.

 Эффективные системы налогообложения и пенсионного обеспечения – следующие важные направления деятельности Казначейства. Учреждение анализирует социальные и экономические эффекты от проводимой политики и корректирует её в зависимости от результатов, способствует развитию законов об эффективном осуществлении государственных решений. Казначейство также рассчитывает предполагаемые доходы государства и составляет дальнейшие прогнозы.

 Последним приоритетом являются эффективно функционирующие финансовые рынки. Казначейство дает консультации по корпоративным вопросам и вопросам бухгалтерского учёта, следит за соответствием финансовой отчетности общепринятым стандартам, дает рекомендации по вопросам регулирования крупных корпораций и инвестиционных компаний. Учреждение также старается избежать излишнюю зарегулированность рынка, уменьшая давление на бизнес.

 Казначейство входит в совет финансовых регуляторов. Генерал-губернатор Австралии по рекомендации главы Казначейства назначает губернатора и заместителя губернатора Резервного банка Австралии, а также членов APRA и ASIC. Глава Казначейства также вправе руководить деятельностью APRA, если он сочтет это необходимым.

 Работа Казначейства включает широкий круг обязанностей, однако основной задачей является дальнейшее улучшение благосостояния жителей государства путем достижения устойчивого экономического роста и эффективного управления внутренними рынками. Для успешной реализации этой цели Казначейство сотрудничает с другими регулятивными органами, как на государственном, так и на международном уровне.

**2.6. Участие других организаций в финансовой системе Австралии**

 Помимо двух основных регулятивных органов, а также Резервного банка Австралии и Казначейства, деятельность нескольких других независимых учреждений также важна. Одним из таких органов является Австралийская комиссия по вопросам конкуренции и защиты потребителей (ACCC). Она принимает необходимые меры по улучшению благосостояния потребителей, приостановлению деятельности в случае обнаружения антиконкурентного поведения, вредящего другим участникам рынка. Основными приоритетами работы ACCC являются поддержка и развитие конкуренции на рынках, защита интересов и безопасности потребителей, а также обеспечение добросовестной торговли. Комиссия контролирует конкуренцию во всей финансовой системе, включая банки и страховые компании, случаи слияний и поглощений, и предотвращает неконкурентное поведение финансовых институтов.

 В 1998 году в рамках реформ организации по исследованию финансовой системы был учрежден консультативный совет по финансовому сектору (FSAC). В него входят финансовые эксперты, консультирующие Правительство по мерам, которые бы обеспечивали динамичное и эффективное функционирование финансового сектора экономики. Совет признан регулирующими органами и представителями других отраслей как важная организация, представляющее независимое мнение по различным финансовым вопросам.

 Учреждением, вовлеченным не только в регулятивную деятельность, но и непосредственно в осуществление различных финансовых операций, является австралийская фондовая биржа (ASX). ASX – главная биржа страны. Она была сформирована в 1987 году, когда австралийский Парламент разработал законопроект, объединявший шесть независимых фондовых бирж, функционировавших на уровне штатов. В 2006 году австралийская фондовая биржа слилась с сиднейской фьючерсной биржей и несколько лет сохраняла свое прежнее название. Однако с 1 августа 2010 года её официально переименовали в ASX Group. Вместе с ASIC биржа контролирует соответствие деятельности участников рынка правилам листинга и другим установленным стандартам.

 Текущая австралийская структура финансового регулирования представлена двумя регулятивными органами: Австралийской администрацией регулирования с совещательным правом, ответственной за пруденциальное регулирование, и Австралийской комиссией по ценным бумагам и инвестициям, отвечающей за поведение участников рынка. Переход к системе Twin Peaks предполагал создание двух этих учреждений, однако Резервный банк Австралии и Казначейство также наделены полномочиями в сфере регулирования. Системная стабильность финансовой системы остается прерогативой Резервного банка Австралии, тогда как Казначейство стремится улучшить благосостояния жителей государства путем достижения устойчивого экономического роста и эффективного управления внутренними рынками. Не менее важными участниками рынка являются Австралийская комиссия по вопросам конкуренции и защиты потребителей, Консультативный совет по финансовому сектору и австралийская фондовая биржа. Вместе все эти учреждения обеспечивают эффективное функционирование финансовых рынков и стабильность всей финансовой системы.

**Глава 3. Эффективность системы Twin Peaks и оценка поведения профучастников**

В связи с масштабной сменой организационной формы фондовых бирж, осуществляющейся последние двадцать лет, вопросы пределов регулирующих полномочий саморегулируемых институтов рынка, а также возможного конфликта интересов между акционерами биржи и её членами стали особо актуальными. Активный рост на финансовых рынках по всему миру, финансовый кризис 2008 года, распространившийся из Соединенных Штатов Америки (США) на многие страны, лишь подтверждают необходимость пересмотра и дальнейшего усовершенствования системы финансового надзора практически всеми государствами. Модель США, предполагающая активную интеграцию саморегулируемых организаций в процесс регулирования, не оправдала себя, так как кризис начался именно в этой стране и, очевидно, негативно повлиял на состояние её финансового рынка. Существование конфликта между регулятивными и коммерческими интересами вызывает сомнения по поводу эффективности деятельности саморегулируемых организаций на финансовом рынке, а также по поводу надлежащей реализации регулятивных полномочий без активного участия национальных суверенных регуляторов[[13]](#footnote-13). Австралийская система Twin Peaks, сочетающая преимущества нескольких подходов к финансовому надзору, выделяет особое место саморегулируемым организациям, однако помимо этого имеет ряд суверенных регуляторов, осуществляющих постоянный контроль за деятельностью профессиональных участников рынка. Финансовый сектор Австралии оказался более устойчивым к последствиям кризиса, что может свидетельствовать о превосходстве системы регулирования Twin Peaks над моделью США.

В данной главе оценивается эффективность применяемой в Австралии системы регулирования Twin Peaks и рассматриваются особенности поведения профессиональных участников рынка путем нахождения уровней их индивидуальных предпочтений. Полученные структура предпочтений сравнивается с данными по финансовому рынку США за сопоставимый промежуток времени для выявления глубины конфликта интересов в саморегулируемых организациях двух стран. Таким образом, подход США к финансовому надзору, основанный на предоставлении саморегулируемым организациям независимости и широкого круга полномочий во многих областях регулирования, соотносится с австралийской системой, заключающейся в тесном взаимодействии национальных суверенных регуляторов с саморегулируемыми организациями, сфера деятельности которых четко определена и контролируется. Полученные результаты анализируются в контексте распределения полномочий по регулированию финансового рынка между национальными суверенными регуляторами и саморегулируемыми организациями.

**3.1. Измерение информационной эффективности по Шеннону**

Для расчета уровня информационной эффективности рынка в работе используется метод, сочетающий нахождение энтропии по Шеннону и символьный анализ временных рядов[[14]](#footnote-14). Согласно данному подходу, предполагается, что рассматриваемый финансовый рынок эффективен, и что вся существующая информация уже отражена в рыночных ценах активов. Поэтому считается, что в условиях сильной формы эффективности рынка нельзя спрогнозировать будущие доходности. Мера эффективности рассчитывается в два этапа: сначала применяется символьный анализ временного ряда, затем исчисляется энтропия по Шеннону для измерения количества информации, содержащейся в данных.

В качестве первоначальных данных используются национальные фондовые индексы США и Австралии за одиннадцать лет: S&P 500 и S&P/ASX 200 соответственно. Для них рассчитываются доходности как логарифмические приросты цен. Символьный анализ подразумевает переход к двум значениям – 0 и 1 – в зависимости от изменения доходности:

При положительном значении доходности записывается 1, в обратном случае – 0. Таким образом, новый ряд данных , состоящий из 0 и 1, отражает падение или рост значения доходности фондового индекса соответственно.

 После символьного преобразования используется мера неопределенности отдельного процесса – энтропия по Шеннону, которая в данном случае будет отражать меру информационной эффективности рынка. При этом меньшая неопределенность будет соответствовать меньшей энтропии. Другими словами, энтропия по Шеннону достигает свое максимальное значение, равное единице, когда процесс является случайным, в то время как в нуле событие полностью определено. Сопоставляя случайность процессов с гипотезой эффективного рынка, можно заключить, что большая информационная эффективность будет наблюдаться, когда движение цен на финансовом рынке подчинено случайному блужданию, то есть, когда энтропия по Шеннону равна единице.

 Так как был использован символьный анализ временных рядов, то имеется только два возможных исхода – 0 и 1. В связи с этим стандартную формулу расчета энтропии по Шеннону можно упростить следующим образом:

.

 В случае двух возможных исходов будет представлять вогнутую функцию, максимум которой достигается при , а минимумы наблюдаются при и . Вероятность повышения цен рассчитывается как отношение количества появлений единиц на рассматриваемом промежутке времени к общей длине взятого промежутка. Для изучения изменения эффективности во времени были использованы несколько скользящих периодов. Расчеты производились для окон, длина которых в днях составляла 5, 10, 15 и 21. Оценка энтропии по Шеннону осуществлялась в среде Mathcad и представлена в приложении.

Таблица 4: Результаты оценки энтропии по Шеннону для 11 лет



Источник: собственные расчеты

Полученные результаты для одиннадцати лет представлены в таблице 4. Показатели энтропии рассчитывались на ежедневных котировках, в таблице взято среднее значение для каждого года. За весь рассматриваемый период с 2002 по 2012 года при разных длинах окон значение энтропии не опускалось ниже 0,8. Принимая за сильную степень рыночной эффективности единицу, можно сделать вывод, что её уровень в обеих странах достаточно высокий. Что касается изменения длины плавающего окна, то с его увеличением, показатель эффективности рынка также растет, что продемонстрировано на графиках 5 и 6. Из одиннадцати рассматриваемых лет и четырех видов плавающих окон, более высокий уровень информационной эффективности наблюдается у США в 2004 и 2008 годах (график 5). С 2010 по 2012 года показатели энтропии выше у австралийского индекса (график 6). Оставшиеся шесть лет уровни меняются в зависимости от длины окна, что не позволяет выявить преобладания значений одного индекса над другим.

Графики 5 и 6: Энтропия по Шеннону для фондовых индексов Австралии и США в 2004 и 2012 годах





Источник: собственные расчеты

Согласно таблице 4 с 2008 года показатели информационной эффективности США снижаются, тогда как результаты для австралийского фондового индекса стабильны (в 2009 наблюдается увеличение), а в 2012 году заметно возросли. Помимо этого показатели для S&P/ASX 200 превышают значение по S&P 500 с 2010 года. Выявленные тенденции могут свидетельствовать о том, что финансовый кризис 2008 года не имел серьезных негативных последствий для финансового рынка Австралии с точки зрения информационной эффективности. Это может быть связано с уникальной системой финансового регулирования страны, включающей пруденциальный регулятор, и не имеющий в мире аналогов (за исключением Нидерландов). С этой точки зрения вариант чистого саморегулирования США уступает необычной структуре финансового надзора Австралии.

Однако сделать однозначный вывод о том, в какой из двух стран уровень эффективности рынка больше, не представляется возможным, так как значения энтропии очень близки и колеблются от 0,8 до 0,95. Помимо этого, за одиннадцать лет ни одна из стран не демонстрировала явного преобладания по рассчитываемому показателю на протяжении большей части периода. Таким образом, можно утверждать, что обе системы регулирования инвариантны, работают приблизительно одинаково, несмотря на разные подходы США и Австралии к финансовому надзору. Для вынесения решения о превосходстве одной системы регулирования над другой целесообразно рассчитать состояния неэффективности рынка в двух странах еще одним методом и сравнить полученные результаты.

**3.2. Нахождение состояний неэффективности рынка по Кульбаку-Лейблеру**

 Понятие информационно эффективного рынка предполагает, что цены финансовых активов уже включают и полностью отражают всю реально имеющуюся информацию. В таком состоянии цены подчинены марковскому процессу первого порядка, то есть прошлые значения цены разной степени давности не оказывают влияния на формирование будущих котировок. Согласно гипотезе эффективного рынка, выделяются три степени рыночной эффективности – слабая, средняя и сильная. При этом наиболее эффективный рынок наблюдается в последнем случае, когда стоимость рыночного актива включает не только исторические (прошлые) данные и публично доступную информацию, но и корпоративную (внутреннюю) информацию, открытую некоторому кругу лиц. При сильной форме эффективности на финансовом рынке нет манипулирования ценами активов, отсутствует практика сговора, наблюдается высокая ликвидность, нет возможности осуществления арбитражных операций. При осуществлении этих условий выполняется центральная предельная теорема. Таким образом, сильная форма информационной эффективности рынка может рассматриваться как нормальное распределение вероятностей доходности финансовых активов.

 Однако в действительности сильная степень информационной эффективности не наблюдается ни на развитых, ни на развивающихся финансовых рынках. В связи с этим необходимо анализировать реакцию рыночных цен на вновь поступающую информацию. В качестве первоначальных данных используется ежедневная выборка австралийского и американского фондовых индексов с 2002 по 2012 года, под доходностью фондового индекса подразумеваются логарифмические приросты цен. Принимая нормальное распределение как показатель сильной эффективности рынка, текущее распределение доходности финансовых активов измеряется как отклонение от нормального распределения. В качестве меры удаленности друг от друга двух распределений, одним из которых является нормальное, используется относительная энтропия по Кульбаку-Лейблеру[[15]](#footnote-15):

где – оценка текущего распределения доходности фондового индекса, – нормальное распределение, оцененное на основе центральных моментов выборки.

Применяя данный метод, получается ряд состояний рынка, по которому можно охарактеризовать его эффективность. В частности, максимальная эффективность рынка достигается при нулевом значении показателя, тогда как удаленность от этого уровня будет свидетельствовать о возрастающей неэффективности на финансовом рынке.

Оценка текущего распределения осуществляется непараметрическим способом измерения функции плотности вероятности случайной величины – методом окон Парцена-Розенблатта[[16]](#footnote-16). Данный способ заключается в оценке функции плотности вероятности с помощью ядерной функции. Под ядром подразумевается весовая функция, характеризующая вес по отношению к , что является аналогом меры близости между и . В качестве ядра используется функция нормального распределения. Текущее распределение оценивается следующим образом:

где – параметр сглаживания, – ядро, – длина выборки. При использовании метода окон Парцена-Розенблатта особое внимание уделяется выбору параметра сглаживания . При малом значении параметра, кривая стремится пройти через каждую точку выборки, в результате чего наблюдаются резкие скачки и сильная реакция на шумы. Однако при слишком большом уровне происходит чрезмерное сглаживание функции, что затрудняет объяснение особенностей анализируемой выборки. В связи с этим параметр сглаживания рассчитывается исходя из максимизации функции правдоподобия перекрестной проверки[[17]](#footnote-17):

 Применив обозначенные методы к австралийскому индексу S&P/ASX 200 и к американскому S&P 500, были получены ряды состояний неэффективности рынка (вычисления выполнены в среде Mathcad и представлены в приложении). Однако в них присутствовали нехарактерные значения – выбросы. Как отмечалось ранее, это может быть связано со слишком маленьким показателем параметра сглаживания, который учитывает аномальные для выборки, единичные значения. Ввиду этого, дополнительно задавалась минимальная величина параметра сглаживания (0,35), введение которой разрешило недостатки предыдущих расчетов.

 К полученным рядам данных применялся двухвыборочный t-критерий для независимых выборок для проверки гипотезы о равенстве математических ожиданий. На 1% уровне значимости гипотеза не отвергается, что свидетельствует о высокой сопоставимости уровней информационной эффективности в двух странах, несмотря на разные подходы к регулированию финансового рынка. Анализ средних эмпирических минимальных и максимальных значений состояний неэффективности рынка по каждому году не выявил сильных различий в рассматриваемых уровнях: средние минимальные значения практически одинаковые (около 0,22), средние максимальные значения отличаются во втором знаке после запятой (от 1,60 до 1,64). Таким образом, второй метод подтверждает инвариантность двух систем регулирования с точки зрения информационной эффективности. Результативность разнонаправленных систем – высокой независимости саморегулируемых организаций в США и активного сотрудничества двух суверенных регуляторов с биржами в Австралии – примерно одинакова. Для более глубокого анализа систем финансового надзора двух стран следует оценить поведение профессиональных участников рынка с помощью выявления индивидуальных структур предпочтений.

**3.3. Выявление структуры индивидуальных предпочтений профучастников**

Для анализа особенностей поведения профучастников на австралийском рынке необходимо найти индивидуальные предпочтения профессиональных участников, являющихся членами саморегулируемых организаций, в отношении неэффективности рынка. Искомые предпочтения могут быть использованы для определения глубины конфликта интересов в саморегулируемой организации. Коммерческие интересы профучастников заключаются в максимизации стоимости собственных портфелей, тогда как регулятивные интересы организации направлены на повышение эффективности финансового рынка. Очевидно, что на практике желание максимизировать стоимости портфелей может не совпадать с целями организации по регулированию рынка. О наличии конфликта интересов будет свидетельствовать ситуация, когда профучастники предпочтут зарабатывать на неэффективном рынке.

Для расчетов используются данные финансового рынка Австралии с 2002 по 2010 года. Уровни неэффективности рынка рассчитаны во 2 части данной главы на ежедневной выборке фондового индекса S&P/ASX 200. В качестве данных по профучастникам используется база по открытым фондам, территориально расположенным в Австралии. Из этой базы были отобраны фонды, которые находятся под управлением профессиональных участников, являющихся членами австралийской фондовой биржи на протяжении исследуемого периода времени. В случае управления одним участником несколькими фондами, выбирался фонд с наибольшей стоимостью чистых активов. В результате было отобрано 35 фондов.

Индивидуальная структура предпочтений профучастников выявляется при помощи максимизации их функций полезности. Предпочтения каждого профучастника задаются из предположения о его рациональности. Предполагая, что функция полезности профучастника монотонно возрастает на всей области определения, можно свести задачу максимизации функции полезности к максимизации накопленной стоимости портфеля под управлением профучастника[[18]](#footnote-18). Таким образом, структура предпочтений профучастников будет соотноситься с состояниями информационной неэффективности рынка, рассчитанной как относительная энтропия по Кульбаку-Лейблеру. Следуя данному методу, можно узнать, какой тип рынка предпочитают профучастники, и какова глубина конфликта интересов в Австралии.

Максимальная стоимость портфеля для профучастников находится в рамках каждого года. Одному торговому дню соответствует значение относительной энтропии, а также 35 значений стоимостей портфелей фондов, по которым высчитываются средние логарифмические доходности на скользящем базисном периоде длиной в одну торговую неделю. Таким способом получается один ряд с состояниями неэффективности рынка, а также 35 рядов ожидаемых доходностей. Временные ряды разбиваются на девять периодов в соответствии с рассматриваемыми годами – с 2002 по 2010. В рамках каждого года отдельный профучастник может получать разную доходность. Так как все профучастники рациональны, то предполагается, что они заинтересованы только в максимальной доходности их портфелей. То есть в течение одного года у профучастника существует неопределенный интервал времени, когда доходность его портфеля максимальна. Нижней и верхней границам этого промежутка соответствуют состояния неэффективности рынка, которые и характеризуют предпочтения данного профучастника. Обобщенный метод выявления предпочтений одного профучастника представлен на схеме 7. Рассмотрим подробнее его этапы.

Для нахождения границ интервалов и , в которых профучастники получают максимальную доходность за год, строится матрица , состоящая из одного столбца состояний неэффективности рынка и 35 столбцов ожидаемых доходностей всех профучастников (индекс обозначает номер года). После этого значения в матрице сортируются по первому столбцу состояний неэффективности по возрастанию – от локального минимального значения неэффективности к максимальному. Получается новая матрица . Далее задается функция накопленной за год максимальной доходности для каждого профучастника и функция стоимости портфеля профучастника:

где – порядковый номер профучастника, – условно заданная переменная, равная единице.

 После получения функции стоимости портфеля, строится матрица размером 248\*248 из элементов . В ней находятся интервалы с максимальными значениями для каждого профучастника, которые выводятся в отдельную матрицу. В результате получены порядковые номера дней (по два для каждого профучастника), которые и являются нижней и верхней границами искомого интервала. На последнем этапе номера операционных дней соотносятся со значениями неэффективности рынка из первого столбца матрицы . Все вычисления выполнены в среде Mathcad и представлены в приложении.

Источник: Ильин Е.В. Механизмы и пределы саморегулирования на финансовых рынках в развитых странах мира. 2012. Стр. 70.

Схема 7: Обобщенный метод выявления предпочтений одного профучастника

 Полученные результаты представлены на графике 8 в виде японских свечей. При этом тело свечи символизирует нижнюю и верхнюю границы предпочитаемых интервалов неэффективности рынка (для каждого года значение усреднено по всем профучастникам). На месте максимальных и минимальных цен указаны соответственно эмпирически рассчитанные максимальный и минимальный уровни неэффективности рынка в данном году.

График 8: Усредненные интервалы предпочтений неэффективности рынка

Источник: собственные расчеты

За рассматриваемый период времени нет ни одного года, когда предпочтения профучастников совпадали с сильной эффективностью рынка, выраженной минимальным значением информационной неэффективности за год. В этом может проявляться конфликт между коммерческими целями профучастников по максимизации стоимости их портфелей и регулятивными обязанностями саморегулируемой организации по обеспечению высокого уровня эффективности рынка. Профессиональные участники на протяжении восьми из девяти лет (за исключением 2004 года) предпочитали интервалы, удаленные от нормального распределения рынка. Кроме того, был применен одновыборочный t-критерий для проверки нулевой гипотезы о равенстве математического ожидания заданному значению. В данном случае речь идет об усредненной нижней границе в каждом году и её возможном равенстве локальному эмпирическому минимуму состояний неэффективности за тот же период. Во всех случаях гипотеза отвергается на 1% уровне значимости (результаты t-статистики представлены в таблице 9). Это свидетельствует о том, что профучастникам не безразлично выбираемое состояние неэффективности рынка. Они сознательно предпочитают уровень неэффективности, удаленный от минимально возможного значения. Выявленные факты свидетельствуют о том, что конфликт интересов (той или иной глубины) является естественной проблемой любой саморегулируемой организации и имеет место на австралийском рынке. Можно предположить, что за рассматриваемый промежуток времени коммерческие интересы членов биржи учитывались в большей степени, нежели чем цели по регулированию рынка и обеспечению его эффективности.



Таблица 9: Результаты применения одновыборочного t-критерия

С другой стороны, рассматривая верхние границы предпочтений, можно отметить, что профучастники не стремятся выбирать состояния максимально неэффективного рынка. Верхние границы интервалов предпочтений удалены от эмпирического максимума в семи из девяти случаев, то есть состояния сильной неэффективности не соответствуют их предпочтениям. Это подтверждает отвергнутая на 1% уровне значимости гипотеза о равенстве средней верхней границы максимально возможному состоянию неэффективности рынка в рассматриваемом году (таблица 9).

Источник: собственные расчеты

Максимальная приближенность верхней границы интервала предпочтений к наибольшему эмпирическому значению неэффективности наблюдается в 2004 году. В этом году было зафиксировано большое количество нарушений рыночной практики, в связи с чем Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям была наделена новыми расширенными полномочиями в области правоприменения, в частности, по расследованию возможных нарушений на финансовом рынке и вынесения решений по их пресечению. Также в 2004 году комиссия заключила с австралийской фондовой биржей меморандум о взаимопонимании, в котором описывались взаимодополняющие роли двух учреждений по надзору за лицензированием, организацией клиринга и расчетов и т.п. В конце 2004 года биржа предоставила комиссии 70 извещений о возможном противозаконном поведении для их дальнейшего изучения и расследования. В результате применения подобных санкций интервал предпочтений в 2005 году заметно сократился. Таким образом, наблюдается взаимосвязь между решениями суверенных регуляторов во взаимодействии с саморегулируемыми организациями и структурой предпочтений профучастников.

В контексте анализа удаленности усредненных нижних и верхних границ предпочтений от соответственно минимального и максимального эмпирических уровней неэффективности рынка, будет оправданным использование относительных параметров предпочтений саморегулируемых организаций: RE, определяющегося как склонность саморегулируемой организации к ограничению эффективности рынка и отождествляющегося с выполнением нормотворческой функции, и IRE, подразумевающего склонность саморегулируемой организации к интенсивности правоприменения[[19]](#footnote-19). Данные показатели рассчитываются следующим образом:

где – состояния неэффективности рынка: минимальные и максимальные за год, – нижняя/верхняя граница предпочитаемого профучастниками интервала состояний неэффективности. Показатель RE связан с нижней границей интервала предпочтений и отклонениями от сильной степени эффективности рынка, тогда как IRE относится в большей степени к верхней границе и областям неэффективности.

График 10: Относительные параметры предпочтений СРО

Источник: собственные расчеты

Оба параметра рассчитывались для каждого года и представлены на графике 10. Данные показатели отражают глубину конфликта интересов в саморегулируемой организации[[20]](#footnote-20). Их рост свидетельствует об увеличивающемся несоответствии коммерческих интересов членов биржи её регулятивным целям, тогда как снижение говорит о приверженности саморегулируемой организации интересам общества. Согласно полученным результатам, параметр RE, отвечающий за нормотворческие функции, за рассматриваемые девять лет стабилен: его изменения наблюдаются в диапазоне от 0 до 0,2. Австралийская фондовая биржа наделена широким кругом полномочий в регулировании финансового рынка. Составление торговых правил, требований к листингу и текущему раскрытию информации, определение фидуциарных обязательств и правил ведения бизнеса относятся к её компетенции. Однако нормотворческая инициатива в большинстве случаев принадлежит центральному Правительству. Выявленная тенденция может свидетельствовать о том, что биржа успешно реализует предоставленные ей возможности по усовершенствованию существующих стандартов и разработке новой наилучшей практики для членов биржи и сторонних инвесторов. Стабильность параметра RE показывает, что нормотворческий процесс в системе Twin Peaks налажен, и что у Правительства и суверенных регуляторов нет необходимости в него вмешиваться.

Показатель IRE, отражающий интенсивность правоприменения, более волатилен. Рост параметра в 2004 году и его последующее снижение в 2005 описывалось ранее. Расширение полномочий Австралийской комиссии по ценным бумагам и инвестициям в области правоприменения в связи с возросшим количеством нарушений, а также заключение меморандума с австралийской фондовой биржей для еще большего финансового мониторинга могут классифицироваться как регулятивные решения правоприменительного характера, снизившие параметр IRE в 2005 году.

Одним из последствий финансового кризиса 2008 года стали смятение и неопределенность на мировых рынках. В таких условиях возросла вероятность получения значительной финансовой выгоды путем различных манипуляций. Распространение заведомо ложной информации и использование коротких продаж с целью снижения цен акций были зафиксированы в Австралии в 2009 году в большом количестве[[21]](#footnote-21). Вследствие этого были внесены поправки к закону *Corporations act 2001*, дополняющие вопросы по манипулированию рынка и распространению ложной информации. Данными событиями можно объяснить увеличение показателя IRE в 2009 году и его последующее снижение.

Следующим критерием оценки поведения профучастников является их накопленная доходность в рассчитанных интервалах предпочтений неэффективности. Показатель доходности был вычислен при выявлении структуры индивидуальных предпочтений на этапе построения матрицы из элементов функции стоимости портфеля. С помощью полученных данных оценивается поведение профучастников на контрастных типах рынка. Для этого интервал предпочтений каждого профучастника усредняется, после чего получается два ряда данных для каждого года – средние интервалов предпочтений неэффективности и значения накопленной доходности в этом промежутке. Под контрастными типами рынка подразумеваются полученные ряды данных, упорядоченные по возрастанию состояний неэффективности и разделенные по медиане. Для сравнения этих типов рынка проверялась гипотеза о равенстве математических ожиданий (таблица 11, приложение). В трех из девяти рассматриваемых случаев гипотеза отвергалась на 5% уровне значимости, что подразумевает принципиальность профучастников в выборе того или иного типа рынка в 2005, 2007 и 2008 годах. В остальное время профучастники были безразличны к выбору одного из контрастных типов рынка. Помимо этого, была рассчитана средняя доходность, получаемая профучастниками на разных типах рынка в рамках каждого года. Больший процент доходности профучастники получали на более эффективном рынке также в 2005, 2007 и 2008 годах. Это может свидетельствовать о конфликте интересов, так как профучастниками движет стремление максимизировать стоимость портфеля. Они не безразличны к выбору состояний неэффективности именно в те года, когда возможно получить максимальную доходность на более эффективном рынке.

В соответствии с выявленной структурой индивидуальных предпочтений, профучастники склонны максимизировать стоимости своих портфелей в областях выше минимальной неэффективности рынка. Согласно показателям накопленной доходности, профучастники предпочитают состояния меньшей неэффективности рынка в стремлении получить большую доходность. Два этих факта свидетельствуют о наличии конфликта интересов внутри саморегулируемой организации. Однако профучастники в то же время не предпочитают состояния сильной неэффективности рынка, о чем говорит удаленность верхних границ интервалов от эмпирических максимумов состояний неэффективности. Анализ относительных параметров предпочтений саморегулируемых организаций RE и IRE показал, что нормотворческий процесс в Австралии организован максимально эффективно, о чем свидетельствует стабильность показателя RE на протяжении рассматриваемого периода. Область правоприменения в Австралии относится к компетенции суверенных регуляторов, а также Правительства. Данные учреждения вмешиваются в деятельность австралийской фондовой биржи в случае фиксирования аномального числа нарушений. Результатами таких вмешательств являются регулятивные решения разного рода – от расширения полномочий регулирующих органов до изменения существующего законодательства.

**3.4. Сравнение интервалов предпочтений профучастников в Австралии и США**

Для вынесения решения об эффективности австралийской системы регулирования финансового рынка проводится сравнение полученных результатов с аналогичными данными по США, представленными на графике 12[[22]](#footnote-22).



График 12: Усредненные интервалы предпочтений неэффективности рынка в США

Источник: Ильин Е.В. Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка. Экономический журнал ВШЭ. 2012. Стр. 276.

 Согласно используемому источнику, гипотезы о равенстве средних нижних и верхних границ эмпирическим значениям соответственно минимального и максимального состояний неэффективности отвергались. В отношении нижних границ, это обозначает, что конфликт интересов внутри саморегулируемых организаций в США также существует. Что касается верхних границ, то в США, также как и в Австралии, профучастники не склонны максимизировать стоимости портфелей в областях сильной неэффективности рынка. Удаленность верхних границ интервала предпочтений от эмпирического максимума незначительно больше в США (график 13). Однако стоит отметить, что эмпирические максимумы состояний неэффективности рынка в Австралии ниже, чем аналогичные показатели на рынке США.

 Больший интерес представляет область максимальной эффективности рынка в двух странах. Также рассчитывается удаленность нижних границ интервалов предпочтений от значений локального минимума неэффективности (график 14).

График 13: Удаленность верхних границ от локального максимума в США и Австралии



Источник: собственные расчеты

График 14: Удаленность нижних границ от локального минимума в США и Австралии



Источник: собственные расчеты

На протяжении большей части рассматриваемого периода удаленность от состояний эффективности больше в США, чем в Австралии. Максимальное расстояние от эмпирического минимума в США наблюдается в 2008 году, что может быть следствием финансового кризиса. Данный график свидетельствует о том, что профучастники в Австралии максимизируют стоимости своих портфелей в области, располагающейся ближе к минимальной неэффективности, нежели чем профучастники в США.

В контексте рассматриваемых ранее относительных параметров предпочтений саморегулируемых организаций RE и IRE, австралийцы предпочитают более низкие нижние границы, отвечающие за нормотворчество, а также в семи случаях из девяти более низкие верхние границы, символизирующие правоприменение, что свидетельствует о том, что они законопослушны.

Таким образом, уровни эмпирических максимумов состояний неэффективности рынка в Австралии ниже, чем аналогичные показатели на рынке США. Нижние границы интервала предпочтений неэффективности рынка в Австралии находятся ближе к эмпирическим минимумам неэффективности, чем в США. Верхние границы также находятся ниже аналогичных американских показателей. Более низкое расположение и нижних, и верхних границ интервала предпочтений в Австралии говорит о законопослушности участников финансового рынка.

 В данной главе было выявлено двумя способами, что системы финансового регулирования США и Австралии инвариантны с точки зрения информационной эффективности рынка. Однако анализ особенностей поведения профучастников продемонстрировал, что эмпирические максимальные состояния неэффективности рынка в Австралии меньше, чем в США. Нижние границы интервала предпочтений в Австралии находятся ближе к минимальным состояниям неэффективности рынка. Анализ динамики относительных параметров предпочтений саморегулируемых организаций RE и IRE показал, что суверенные регуляторы Австралии склонны вмешиваться в процесс регулирования, используя различные правоприменительные санкции, для улучшения общего функционирования рынка и повышения уровня эффективности в частности. Основываясь на том, что модель финансового регулирования определяет предпочтения игроков, можно сделать вывод, что система Twin Peaks, особенностью которой является пруденциальное регулирование, эффективна и по многим критериям опережает модель США. Это свидетельствует о недостаточности чистого саморегулирования и о неоспоримых преимуществах активного включения в процесс финансового надзора суверенных регуляторов, деятельность которых охватывает не только контроль поведения участников рынка, но и предупреждение возможных финансовых проблем, а также помощь в их разрешении.

**Заключение**

 Интерес к системе финансового регулирования Twin Peaks, применяющейся в Австралии, возрос после финансового кризиса 2008 года. Устойчивость австралийских рынков, а также минимальное количество негативных последствий для финансового сектора спровоцировали пересмотр систем надзора, использующихся в других странах. Отличительной чертой режима Twin Peaks являются обширные регулятивные полномочия австралийской фондовой биржи наряду с существованием двух суверенных регуляторов (Австралийской администрации регулирования с совещательным правом и Австралийской комиссии по ценным бумагам и инвестициям), осуществляющих контрольно-надзорную и правоприменительную деятельность. Резервный банк Австралии, Казначейство и Правительство также активно вовлечены в сферу финансового регулирования.

 Для анализа эффективности системы Twin Peaks в работе были применены два вида расчета информационной эффективности рынка, а также оценивались особенности поведения профучастников с помощью выявления их индивидуальных структур предпочтения. По результатам проведенного исследования можно сделать следующие выводы:

* Уровни информационной эффективности Австралии и США, рассчитанные с применением энтропии по Шеннону и символьного анализа, близки к значениям сильной эффективности рынка, а также отличаются друг от друга незначительно. Это свидетельствует об одинаковой результативности разных подходов к регулированию: предоставления саморегулируемым организациям независимости и широкого круга полномочий во многих областях регулирования в США и тесного взаимодействия национальных суверенных регуляторов с саморегулируемыми организациями, сфера деятельности которых четко определена и контролируется, в Австралии.
* Состояния неэффективности рынка, полученные с помощью относительной энтропии по Кульбаку-Лейблеру, свидетельствуют о высоком уровне эффективности рынка в Австралии и США, а также подтверждают предположения первого метода об инвариантности двух моделей регулирования с точки зрения информационной эффективности.
* Выявленная структура индивидуальных предпочтений австралийских профучастников показала, что они не склонны максимизировать стоимости своих портфелей, как в минимальных состояниях неэффективности, так и в максимальных. Однако близость нижних границ интервалов предпочтений к эмпирическим минимальным состояниям неэффективности свидетельствует о предпочтительности более эффективных состояний рынка.
* Согласно рассчитанным параметрам RE и IRE, нормотворческий процесс в Австралии организован эффективно, тогда как в области правоприменения вмешательства суверенных регуляторов происходят при аномальном числе зафиксированных нарушений.
* Сравнение структуры предпочтений в Австралии и США показало, что нижние и верхние границы интервала предпочтений неэффективности рынка в Австралии находятся ближе к эмпирическим минимумам неэффективности, чем в США. Это свидетельствует о меньшей склонности участников финансового рынка Австралии к совершению правонарушений на рынке.
* Система финансового регулирования Twin Peaks характеризуется более низкой глубиной конфликта интересов между участниками рынка и суверенными регуляторами, чем система, основанная на саморегулируемых организациях.

**Приложение**

Схема 1: Институциональный подход к регулированию в Австралии (до 1998 года)



Таблица 2: Конфликт в банковском секторе при введении новой системы

Источник: B. Goldsworthy, D. Lewis and G. Shuetrim. 2000. ‘APRA and the Financial System Inquiry’. Working Paper, 3. Sydney: Australian Prudential Regulation Authority, p. 2.

|  |  |
| --- | --- |
| **Сторонники системы Twin Peaks** | **Оппоненты системы Twin Peaks** |
| Australian Mutual Provident Society Limited | Australian and New Zealand Banking Group |
| National Australia Bank | Commonwealth Bank of Australia |
| National Mutual Holdings Limited | Westpac Banking Corporation |

Источник: Caner Bakir, «The governance of financial regulatory reform: the Australian experience», 2009, p. 915.



Таблица 4: Результаты оценки энтропии по Шеннону для 11 лет

Источник: Group of Thirty, «The structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace», 2008, p. 193.

Схема 3: Структура финансового регулирования Австралии

Источник: собственные расчеты

Графики 5 и 6: Энтропия по Шеннону для фондовых индексов Австралии и США в 2004 и 2012 годах





Источник: собственные расчеты



Схема 7: Обобщенный метод выявления предпочтений одного профучастника

Источник: Ильин Е.В. Механизмы и пределы саморегулирования на финансовых рынках в развитых странах мира. 2012. Стр. 70.

График 8: Усредненные интервалы предпочтений неэффективности рынка

Источник: собственные расчеты



Таблица 9: Результаты применения одновыборочного t-критерия

Источник: собственные расчеты

График 10: Относительные параметры предпочтений СРО



Таблица 11: Результаты применения двухвыборочного t-критерия

Источник: собственные расчеты

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Date** | **t-статистика** | **t-критическое** |
| 2002 | -1,873 | 2,0345 |
| 2003 | -0,984 | (=0,05) |
| 2004 | 0,19 |   |
| 2005 | 2,467 |   |
| 2006 | -1,052 |   |
| 2007 | 2,643 |   |
| 2008 | 2,346 |   |
| 2009 | -0,448 |   |
| 2010 | -1,065 |   |

Источник: собственные расчеты



График 12: Усредненные интервалы предпочтений неэффективности рынка в США

Источник: Ильин Е.В. Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка. Экономический журнал ВШЭ. 2012. Стр. 276.

График 13: Удаленность верхних границ от локального максимума в США и Австралии



Источник: собственные расчеты

График 14: Удаленность нижних границ от локального минимума в США и Австралии



Источник: собственные расчеты

**Вычисления, выполненные в среде Mathcad**

Часть 1: энтропия по Шеннону и символьный анализ































Часть 2: относительная энтропия по Кульбаку-Лейблеру







































































Часть 3: нахождение интервала предпочтений неэффективности рынка













































фонд1 фонд2

нижняя

2002 год



верхняя

1. Caner Bakir, «The governance of financial regulatory reform: the Australian experience», 2009, p. 912. [↑](#footnote-ref-1)
2. Treasury Department, «Financial System Inquiry Submission», 1996, p. 92. [↑](#footnote-ref-2)
3. Group of Thirty, «The structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace», 2008, p. 13. [↑](#footnote-ref-3)
4. Alex Holevas, «Twin Peaks: The envy of the world». URL: <http://www.wealthprofessional.com.au/> article/twin-peaks-the-envy-of-the-world-122530.aspx. [↑](#footnote-ref-4)
5. Закон в Австралии. URL: http://www.comlaw.gov.au/Details/C2013C00076. [↑](#footnote-ref-5)
6. Australian Prudential Regulation Authority. URL: http://www.apra.gov.au/AboutAPRA/ Pages/Default.aspx. [↑](#footnote-ref-6)
7. Australian Prudential Regulation Authority. URL: http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/FCS/ Pages/default.aspx. [↑](#footnote-ref-7)
8. Закон в Австралии. URL: http://www.comlaw.gov.au/Details/C2013C00002. [↑](#footnote-ref-8)
9. Australian Securities and Investments Commission, «Annual report 2011–12», 2012, p. 19. [↑](#footnote-ref-9)
10. Australian Securities and Investments Commission. URL: <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/> byheadline/IR+06-38+good+progress+with+ASIC%E2%80%99S+Better+Regulation+initiatives? openDocument [↑](#footnote-ref-10)
11. Australian Securities and Investments Commission. URL: <https://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/> byheadline/ ASIC's+Consumer+Advisory+Panel?openDocument [↑](#footnote-ref-11)
12. Закон в Австралии. URL: http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol\_act/rba1959130/ [↑](#footnote-ref-12)
13. Stiglitz J. Regulation and Failure. New Perspectives on Regulation. MA; The Tobin Project. Cambridge, 2009. P. 11–23. [↑](#footnote-ref-13)
14. Risso W.A. The informational efficiency and the financial crashes. 2008. P. 2-3. [↑](#footnote-ref-14)
15. Kullback S., Leibler R.A. On Information and Sufficiency // Annals of Mathematical Statistics. 1951. № 22 (1). P. 79–86. [↑](#footnote-ref-15)
16. Silverman B.W. Density Estimation for Statistics and Data Analysis. L.: Chapman & Hall/CRC, 1998. P. 10. [↑](#footnote-ref-16)
17. Chaudhuri P., Dewanji A. On a Likelihood-based Approach in Nonparametric Smoothing and Cross-validation // Statistics & Probability Letters. 1995. Vol. 22. I. 1. P. 7–15. [↑](#footnote-ref-17)
18. Ильин Е.В. Механизмы и пределы саморегулирования на финансовых рынках в развитых странах мира. 2012. Стр. 67. [↑](#footnote-ref-18)
19. Ильин Е.В. Распределение полномочий регулирования между государством и участниками фондового рынка. 2012. Вестник НАУФОР. Стр. 59-60. [↑](#footnote-ref-19)
20. Ильин Е.В. Распределение полномочий регулирования между государством и участниками фондового рынка. 2012. Вестник НАУФОР. Стр. 59-60. [↑](#footnote-ref-20)
21. Armson E. False Trading and Market Rigging in Australia. 2009. P. 3-4. [↑](#footnote-ref-21)
22. Ильин Е.В. Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка. Экономический журнал ВШЭ. 2012. Стр. 276. [↑](#footnote-ref-22)