Правительство Российской Федерации

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

«Национальный исследовательский университет   
«Высшая школа экономики»

###### Факультет/отделение факультета/Подразделение - Мировая экономика и мировая политика / Мировая экономика

###### Кафедра международных валютно-финансовых отношений

###### ВЫПУСКНАЯКВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

На тему «Теория юридических систем и саморегулирование на финансовых рынках Великобритании и Франции»

Студент группы № 562

Кузьмичева Дарья Сергеевна

Руководитель ВКР

преподаватель кафедры МВФО Ильин Евгений Викторович

Москва, 2013

Оглавление

[Введение 3](#_Toc356784737)

[1. Теория юридических систем и её основные положения 7](#_Toc356784738)

[1.1. Правовая защита инвесторов как критерий способствующий развитию финансового рынка 8](#_Toc356784739)

[1.2. Государственное регулирование и его влияние на принятие решений инвесторами 16](#_Toc356784740)

[2. Органы надзора на финансовых рынках Франции и Великобритании. Подходы к регулированию финансовой деятельности 23](#_Toc356784741)

[2.1. Функциональный подход Франции к регулированию финансового рынка 25](#_Toc356784742)

[2.2. Органы регулирования финансового рынка Великобритании 34](#_Toc356784743)

[3. Сравнительный анализ предпочтений профучастников на финансовых рынках Франции и Великобритании 44](#_Toc356784744)

[3.1. Анализ неэффективности фондовых рынков Франции и Великобритании 44](#_Toc356784745)

[3.2. Расчет индивидуальных предпочтений профучастников фондовых рынков Франции и Великобритании 49](#_Toc356784746)

[Заключение 56](#_Toc356784747)

[Список литературы 58](#_Toc356784748)

[Приложения 61](#_Toc356784749)

# Введение

***Объектом*** изучения данной работы являются финансовые рынки Великобритании и Франции. Сегодня Великобритания считается одним из главных финансовых центров мира, чья фондовая биржа является второй по величине с капитализацией 5.6 трлн. долл., уступая место только Нью-Йоркской фондовой бирже, в то время как капитализация французской фондовой биржи составляет 2.9 трлн. долл.[[1]](#footnote-1) Согласно теории юридических систем, уровень развития страны, а также её финансового рынка, зависит от принятой правовой структуры государства. Опираясь на данный принцип, было решено сравнить две кардинально разные юридические системы: континентальное право Франции и англо-саксонское право Великобритании. В результате чего, провести анализ систем регулирования обеих стран, а также определить их влияние на предпочтения профучастников, что в конечном итоге может объяснить развитость и эффективность финансового рынка. Все вышеуказанное свидетельствует об ***актуальности данной работы.***

***Предметом*** исследования вданной работе являются предпочтения профучастников на финансовых рынках Великобритании и Франции.

***Цель работы*** заключается в выявлении предпочтений профучастников в отношении эффективности финансового рынка с предположением о взаимосвязи уровня эффективности рынка и юридической системой страны.

Для достижения поставленной цели были определены следующие задачи:

1. Рассмотрение основных выводов теории юридических систем и выявление различий в их влиянии на развитие финансовых рынков данных стран.
2. Анализ и сравнение моделей регулирования финансового сектора Великобритании и Франции.
3. Расчет неэффективности финансовых рынков рассматриваемых стран.
4. Выявление структуры предпочтений участников рынка Великобритании и Франции.

***Хронологические рамки*** исследования неэффективности рынка и выявления предпочтений профучастников охватывают период 02.01.2003-05.02.2013 гг.

Для выполнения поставленных целей и задач наиболее оптимальной представляется следующая структура выпускной квалификационной работы. В первой главе будут проанализированы основные выводы теории юридических систем в отношении защиты прав участников рынка, а также государственного регулирования и его влияния на принятие решений инвесторами.

Во второй главе будут рассмотрены модели регулирования финансового сектора Великобритании и Франции.

В третьей главе необходимо будет провести сравнительный анализ предпочтений профучастников на финансовых рынках рассматриваемых стран. В первую очередь будет рассчитана неэффективность фондовых рынков Франции и Великобритании. Затем будет произведен расчет индивидуальных предпочтений участников рынка.

В приложении будут представлены схемы, помогающие понять систему регулятивного контроля обеих стран, а также таблицы и графики, имеющие данные по результатам исследования. В заключении подводятся итоги работы и формулируются общие выводы.

При написании работы будет использован широкий круг научной литературы и интернет ресурсов, которые можно разделить на несколько групп. В первую группу можно включить работы таких авторов как Р. Ла Порта, Ф. Лопез-де-Силанез, А. Шлейфер, Р.В. Вишни и С. Дьянков. [[2]](#footnote-2) В своих работах они описывают результаты исследований, основанных на теории юридических систем. Во вторую группу входят официальные сайты суверенных регуляторов Великобритании и Франции, где предоставлена информация об их надзорных функциях, основных структурных изменениях и принимаемых актах.[[3]](#footnote-3) Третья группа источников включает в себя работы таких авторов, как Е.В. Ильин, C. Кульбак, Р.А. Лейблер, содержащие математические подходы к расчету неэффективности рынка и предпочтений профучастников. [[4]](#footnote-4) Четвертая группа источников – это информационное агентство Bloomberg и официальный сайт издания Торгово-промышленной палаты РФ «Торгово-промышленные Ведомости». [[5]](#footnote-5) Информация из данных источников будет широко использоваться в работе.

На протяжении всей работы будут применяться следующие научные методологические подходы: хронологический подход необходим для рассмотрения изменения и развития системы регулирования финансовых рынков Великобритании и Франции; количественный и качественный методы сбора информации позволят провести дальнейший сравнительный анализ двух юридических систем и оценить влияние каждой из них на развитие финансового сектора рассматриваемых стран; математический анализ данных позволит выявить количественное представление структуры предпочтений профучастников в отношении неэффективности рынков Франции и Великобритании.

# Теория юридических систем и её основные положения

Согласно теории юридических систем, о которой впервые было упомянуто в совместной работе Р. Ла Порта, Ф. Лопез-де-Силанеза, А. Шлейфера и Р.В. Вишни (Rafael La Porta, Florenzio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, LLSV) в 1996 году, разницу между финансовыми системами различных стран можно объяснить сложившейся правовой системой страны. Такая система правовых отношений может характеризоваться жесткостью принимаемых законов в отношении защиты инвесторов и регулирования финансового рынка, вовлеченность государства в регулирование финансового рынка, а также эффективностью правоприменения.

В данной главе будут рассмотрены англо-саксонское право Великобритании и континентальное право Франции в разрезе их влияния на развитие финансового сектора этих стран.

Континентальное право берет своё начало в римском праве и является старейшим и наиболее влиятельным во всем мире.[[6]](#footnote-6) Источником права являются законы и кодексы, которые формулируются и трактуются профессиональными судьями. [[7]](#footnote-7) В то время как законодательство англо-саксонского права Великобритании формируют прецеденты и судьи, решающие конкретные споры.[[8]](#footnote-8)

Сравнивая данные юридический системы можно подчеркнуть, что прецедентное право, опираясь на суд и судебные решения по прошедшим делам, выносит решения касательно уже совершившихся нарушений, в то время как континентальное право Франции, беря за основу законы и кодексы, старается их предотвратить.

Согласно мнению сторонников теории юридических систем, развитость рынка может характеризовать правовая защита инвесторов и кредиторов, а также вовлеченность государства в регулирование финансовой отрасли.[[9]](#footnote-9) Ниже будут рассмотрены основные выводы теории юридических систем, которые были сделаны в результате рассмотрения исследований Ла Порта, Лопеза-де-Силанеза, Шлейфера, Вишни и Дьянкова.

* 1. **Правовая защита инвесторов как критерий способствующий развитию финансового рынка**

В своей работе «Право и Финансы» 1996 года LLSV обращают внимание на изменение статуса ценных бумаг. [[10]](#footnote-10) Если раньше они являлись лишь источниками дохода, то теперь они рассматриваются как способ получения некоторого ряда прав, включающих для акционера, к примеру, право голоса на общем собрании акционеров, для кредиторов – право требовать возврата по денежным обязательствам, в случае банкротства компании. Таким образом, сокращается риск оппортунистического поведения менеджмента компании. Акционер, имея право голоса, избирает руководство, за что и получает дивиденды. В случае с кредиторами, если компания не выплатит долг, то те будут вынуждены обратиться в суд для восстановления своих прав. Вследствие этого, эффективное регулирование данных правоотношений приводит к тому, что менеджмент компании получает необходимое финансирование, а инвесторы – соответствующую прибыль от инвестирования. В результате, чем устойчивее положение акционеров и чем эффективнее их защита, тем большее количество инвесторов будет заинтересовано во вложении своих активов в компании, а, следовательно, и в развитие финансового рынка.

В своей статье приверженцы теории юридических систем рассматривали возможность инвесторов использовать свои права против менеджмента компании. Изучив корпоративный закон о правах **акционеров**, авторами были выделены следующие критерии: [[11]](#footnote-11)

1. Легкость и свобода участия на общих собраниях акционеров. Здесь рассматривается привязка права голоса к акциям.
2. Защита прав собственности при экспроприации со стороны менеджмента компании или лиц, использующих конфиденциальную информацию о компании в своих собственных целях (инсайдеры).

Права инвесторов лучше защищены, когда получение дивидендов привязано к правам голоса. К примеру, когда одной акции соответствует один голос.[[12]](#footnote-12) Однако существуют большое количество стран, которые практикуют выпуск акций, не подразумевающих голосование на собраниях, или акций, которые характеризуются большим или меньшим правом голоса. Для Франции, например, характерна ситуация, когда сила голоса зависит от периода владения данной акцией.[[13]](#footnote-13)

Следующие пять прав авторы относят к анти-менеджериальным и отражают степень защиты мелких акционеров: [[14]](#footnote-14)

1. В некоторых странах для голосования необходимо личное присутствие акционера или его официального представителя. Другие же предоставляют право отдать свой голос по почте.
2. Законодательство некоторых стран требует, чтобы голосующие акции были сданы на несколько дней посреднику за некоторое время до начала голосования. Таким образом, исключается возможность получения прибыли держателем акции за счет владения им информации о положении дел компании. В результате, на фондовом рынке обращаются только акции, не имеющие права голоса.
3. В некоторых странах акционеры разделяются на группы, каждая из которых имеет своего представителя. В итоге, миноритарные акционеры могут представлять свои интересы в совете директоров через них, что увеличивает защиту их прав.
4. Некоторые страны предоставляют в суде механизм воздействия на менеджмент компании со стороны акционеров, если действия компании направлены против интересов последних. Фактически, решение менеджмента, в таком случае, будет признано недействительным, или же акционер будет иметь право потребовать от компании выкупить акции мелких акционеров в случае, когда они не согласны со слиянием или поглощением компании.
5. Учитывается минимальная доля акционерного капитала, способная созвать внеочередное собрание акционеров. Следовательно, чем ниже эта доля, тем легче акционерам собраться и поменять состав менеджмента компании.

В результате проведенных LLSV исследований по каждому критерию, кроме минимальной доли акций, дающих право на созыв собрания, выставлялся балл. Если законодательство защищает права миноритариев, то страна получала 1 балл, и 0 – в обратном случае. Также 1 балл прибавлялся, если в стране законодательно предполагается, что для созыва внеочередного собрания акционеров требуется не больше 10% голосов (медианное значение коэффициента). [[15]](#footnote-15)

Ещё одной мерой защищенности прав инвесторов, которую рассматривали авторы, является право получать минимальный гарантированный дивиденд. Согласно законодательствам некоторых стран предусмотрены выплаты дивидендов из доли официально заявленной прибыли компании.

Подсчитав баллы по каждому из критериев для разных стран с учетом законодательства, LLSV получили таблицу (см. приложение 1), в которой представлена информация о правах акционеров в каждой стране, которые, в свою очередь, были сгруппированы по юридическим системам. Выводы, которые можно сделать исходя из этой таблицы следующие:

1. Типы законодательной системы различаются между собой, т.к. средние показатели защиты прав акционеров статистически отличаются друг от друга по юридическим системам. Наиболее отличительными друг от друга юридическими системами (по суммарному коэффициенту) являются правовая система Франции и Великобритании.
2. Страны англо-саксонского права, в том числе и Великобритания, предоставляют большую защиту акционерам, нежели континентальное право.
3. Французское континентальное право значительно уступает прецедентному праву Великобритании по защите прав инвесторов, блокируя акции на период голосования и не предоставляя возможности обжаловать решение менеджмента компании в суде.

Изучая защиту **прав кредиторов**, LLSV столкнулись с некоторыми проблемами при их оценке. Одной из них является неоднородность их целей. Так, например, если один инвестор при ситуации, когда компания испытывает финансовые трудности, будет заинтересован в возвращении своей доли, то другой – в получении контроля над обанкротившейся организацией. Некоторые страны предпочитают предотвращать ликвидацию компаний, т.к. это может увеличить волатильность на финансовом рынке. Поэтому данный процесс строго контролируется. Тем не менее, кредиторам предоставляется право голосовать в отношении реорганизации компании.[[16]](#footnote-16) Вдобавок к этому, кредиторы могут иметь разное мнение и о способе распределения прибыли компании: реинвестировать её в дальнейшее развитие или получить свою долю сразу. LLSV проанализированы следующие критерии защиты прав кредиторов:[[17]](#footnote-17)

1. Право на возвращение своей доли при банкротстве компании. В некоторых странах в таких случаях активы находятся в распоряжении у менеджмента компании и не распределяются между кредиторами, что предотвращает ликвидацию компании. Другие же страны, наоборот, выступают на стороне кредиторов и предоставляют возможность получить свои активы за счет обеспеченного залога ещё до окончательно стадии процедуры банкротства.
2. Приоритет получения активов в случае банкротства компании. В группах стран государство и работники имеют абсолютный приоритет перед кредиторами, имеющими обеспеченный залог. В результате, последние иногда вообще ничего не получают.
3. Защита компании от кредиторов. В данном контексте рассматривается случай реорганизации компании, когда кредиторы могут получить свои активы или заложенную собственность спустя только некоторое время. Однако существует ряд стран, законодательством которых предусмотрено согласие кредиторов при решении реструктуризации компании, что способствует защите их прав.
4. Изменение состава менеджмента компании. В некоторых странах при реорганизации компании меняется и состав совета директоров, который назначается судом.
5. Обязательный минимум резервов компании. Компания, имеющая определенный уровень капитала, обеспечивающий защиту от банкротства, таким образом, защищает и интересы кредиторов.

Распределение баллов происходило по такой же схеме, которая была использована для оценки защиты прав акционеров. В результате авторы получили таблицу (см. приложение 2), по которой можно сделать следующие выводы:

1. Страны с англо-саксонским правом предоставляют лучшую защиту кредиторам, т.к. в 71% случаев не предполагается, что активы останутся во владении компании, когда как в странах с континентальным правом данный показатель составляет только 42%; в 94% закономерностей в прецедентном праве приоритет по выплате предоставляется кредиторам, которые обеспечены залогом в противовес 68%, а также в 76% случае состав менеджмента компании по юридической системе англо-саксонского права меняется в сравнении с 26% соответственно.
2. Сравнивая Францию и Великобританию, стоит отметить, что прецедентное право предлагает наиболее сильную защиту, т.к. в отличие от континентального права Франции предусматривает ряд преимуществ, таких как приоритет кредиторов при выплате активов в случае банкротства организации, смену состава совета директоров и одобрение кредиторов при реструктуризации компании.
3. В прецедентной системе нет требований о минимальном уровне резервов компании, что можно объяснить достаточно хорошей степенью защиты кредиторов. Обратная ситуация наблюдается в правовой системе Франции. В связи с этим, авторы делают вывод о том, что требование о резервах может являться альтернативой слабой защите лиц предоставляющих кредит. [[18]](#footnote-18)

LLSV также подвергли анализу эффективность правоприменения законов и концентрацию собственности как ответный механизм, компенсирующий недостаточную силу законов, принимающихся в определенной юридической системе.[[19]](#footnote-19)

**Правоприменение** имеет достаточно сильное влияние, ведь даже если законодательство страны сравнительно жесткое, то качество и эффективность его использования может быть недостаточно результативным и наоборот. В своей работе авторы использовали следующие критерии для определения эффективности правоприменения: [[20]](#footnote-20)

1. Эффективность судебной системы.
2. Принцип верховенства права.
3. Коррупция
4. Риск экспроприации правительством
5. Отмена действия контракта государством.

Вдобавок к этому LLSV рассматривают стандарты бухгалтерской отчетности, т.к. считают, что они являются важной составной частью финансового контракта, особенно если права инвесторов недостаточно защищены. [[21]](#footnote-21) Такие стандарты должны отражать достоверную и полную информацию о компании, т.к. именно на нее смотрят участники рынка, перед тем как принять инвестиционное решение.

В результате была составлена таблица (см. приложение 3), в которой сравниваются эффективность правоприменения по группам стран и юридическим системам. Были получены следующие результаты:

1. Великобритания с англо-саксонским правом обладает более эффективной юридической системой, чем континентальное право Франции, о чем говорят более высокие показатели по эффективности судебной системы и принципу верховенства права.
2. Однако, показатели коррупции, риск экспроприации со стороны государства, а также риск аннулирования контракта ниже во Франции, чем в Великобритании.
3. По качеству бухгалтерской отчетности Соединенное королевство обгоняет Францию.

В отношении концентрации собственности авторы сделали предположение о том, что в странах где защита инвесторов слабая, концентрация капитала должна быть достаточно высокой, т.к. для того чтобы твой голос имел вес на собрание акционеров, необходим большой пакет акций. Вдобавок к этому, в случае дополнительной эмиссии акций при сильной концентрации владения, будет существовать нехватка спроса, вследствие чего цены на новые акции будут низкими, что в конечном итоге приведет к большой концентрации активов в одних руках. [[22]](#footnote-22)

Для подтверждении гипотезы о том, что рынки стран, имеющие слабую защиту инвесторов, характеризуются высокой концентрацией активов в одних руках, LLSV выбрали 10 крупнейших по капиталу нефинансовых национальных компаний для каждой из списка стран, а затем получили данные по трем крупнейшим акционерам. В результате авторы получили положительный результат: уровень концентрации во Франции был выше, чем в Великобритании (см. приложение 4).

В 2006 году сторонники теории юридических систем дополнили данную сферу ещё одним исследованием в области защиты акционеров и рассмотрели ряд новых критериев, включающих в себя защиту акционеров при выпуске новых акций, а также защиту миноритариев от экспроприации со стороны корпоративных инсайдеров. [[23]](#footnote-23) В этом же году С. Дьянков обновил результаты группы авторов LLSV касательно изучения защиты кредиторов, добавив коэффициент характеризующий эффективность взыскания долгов. [[24]](#footnote-24)

Рассмотрев результаты полученных данных (см. приложение 5), исследователи сделали вывод: чем выше доход на душу населения, тем выше уровень защиты акционеров и кредиторов, тем эффективнее права кредиторов в отношении требования возврата долгов от заёмщиков. Влияние теории юридических систем на законодательство и финансовые институты является статистически значимым.[[25]](#footnote-25) Таким образом, французское континентальное право по сравнению с англо-саксонским характеризуется более слабой защитой инвесторов (на 33% при коэффициенте защиты миноритариев от экспроприации со стороны корпоративных инсайдеров), менее полным раскрытием информации (на 33%), на 84% ниже по индексу прав кредиторов и на 13.6 пункта хуже по эффективности взыскания долгов. Кроме того, LLSV утверждают, что более высокая доходность на душу населения характеризуется и более развитым финансовым рынком, что положительно влияет на соотношение капитализации рынка к ВВП страны. Добавляя, что чем больше фирм на душу населения, тем меньше степень концентрации собственности. Вследствие чего, защита инвестора характеризуется более развитым финансовым рынком (см. приложение 6). [[26]](#footnote-26)

Подводя итоги сравнения Великобритании и Франции по юридическим системам в области защиты прав инвесторов, стоит отметить, что законы сильно отличаются, хотя и дают участникам рынка ограниченное количество прав. При этом правовая система Соединенного Королевства лучше защищает своих инвесторов, чем континентальное право Франции. Правоприменение законов в Великобритании также оказывается значительно эффективнее. Стоит отметить и тот факт, что при слабой законодательной защите инвесторов, страны создают механизм, имеющий цель компенсировать данный недостаток. Примером может послужить Франция, в которой наблюдается более сильная концентрация собственности, как следствие предоставления недостаточно надежной защиты инвестиционной деятельности. Сосредоточение активов, в свою очередь, плохое влияние на развитие рынка ценных бумаг. [[27]](#footnote-27) Опираясь на вывод LLSV о том, что защита инвесторов характеризует более развитый финансовый рынок, можно заключить, что в этой сфере Великобритания преобладает над Францией.

* 1. **Государственное регулирование и его влияние на принятие решений инвесторами**

Вмешательство государства в регулирование финансового рынка с одной стороны может положительно влиять на его развитие путем регулирования и предотвращения крупных провалов рынка через ужесточение законов и надзора. Однако, с другой стороны, это может привести к тому, что рынок загоняется в определенные рамки, вследствие чего не может развиваться дальше.

По мнению Ла Порта, Лопеза-де-Силанеза и Шлейфера (LLS), континентальное право Франции характеризуется более сильным вовлечением государства в регулирование по сравнению с прецедентным правом Великобритании, что отрицательно влияет на рынок.[[28]](#footnote-28) В результате этого, развивается коррупция, теневая экономика, и растет безработица. [[29]](#footnote-29) В тоже время Дьянков в своих исследованиях подчеркивает, что англо-саксонское право не так строго привержено предписаниям законов, как континентальное.[[30]](#footnote-30) Данные результаты можно объяснить тем, что каждая из юридических систем преследует свои цели при регулировании финансового сектора. Так, например, LLS, анализируя данные юридических систем, говорят о том, что прецедентное право поддерживает стратегию социального контроля, предусматривающую рассмотрение правонарушений, но при этом предоставляет больше свободы инвесторам, что способствует развитию рынка ценных бумаг, в то время как континентальное право выступает за предотвращение нежелательных последствий на фондовом рынке и ограничивает действие инвесторов. Другими словами, французское право нацелено на предупреждение правонарушений, а английское – на решение конкретных споров, после того как акт нарушения был совершен. [[31]](#footnote-31)

Подвергая анализу регулирование государства и его вовлеченность в финансовый сектор, LLS совместно с Дьянковым выделяют следующую пару коэффициентов: [[32]](#footnote-32)

1. Легкость входа на рынок. Здесь определяется количество шагов, которые должен преодолеть предприниматель для того, чтобы организовать свой собственный бизнес.
2. Владение государством сферой медиа.

В таблице (см. приложение 7) представлены результаты исследования LLS в отношении регулирования государством входа на рынок и сферы медиа. Здесь наблюдается обратная корреляция между рассматриваемыми критериями и доходом на душу населения. Так, чем жестче регулирует государство появление новых компаний на рынке и чем влиятельнее оно на рынке масс-медиа, тем меньше доход на душу населения. [[33]](#footnote-33) Относительно англо-саксонской правовой системы, французская континентальная система характеризуется более сильным вмешательством государства в регулирование данных сфер.

При анализе критерия проникновения на рынок новых организаций, Дьянокв, Ла Порта, Лопез-де-Силанез и Шлейфер (DLLS) рассматривали необходимые процедуры, которые предусмотрены регулированием государства, а также время и затраты, которые понесет организация, чтобы удовлетворить требования в отношении создания своего собственного бизнеса. Важно отметить, что государство в таком случае, осуществляя контроль, стремится создать такой рынок, в котором бы существовали только эффективные организации, способные удовлетворить цели инвесторов наилучшим образом.[[34]](#footnote-34) Таким образом, сокращается количество «компаний-однодневок», что ведет к стабилизации на финансовом рынке и снижению волатильности. Так как в данной работе сравниваются юридические системы Великобритании и Франции, то информация по критерию легкости входа на рынок будет представлена только по данным странам, не смотря на то, что DLLS проводили анализ информации по 85 государствам мира. В таблице (см. приложение 8) представлены переменные, каждая из которых отражает количество процедур, которое предприниматель обязан пройти в той или иной сфере регулирования, для того, чтобы организовать своё дело. Авторами также были рассчитаны затраты, включающие в себя всевозможные издержки сопутствующие созданию фирмы, а также денежное представление необходимого количества затрачиваемого времени. Сравнив результаты исследования DLLS (см. приложение 8), можно сделать вывод, что открыть свою собственную компанию в Великобритании гораздо легче, чем во Франции, т.к. для этого необходимо пройти меньшее количество этапов, и, при этом, заплатить практически минимальную (Великобритания по данному критерию уступает только США и Новой Зеландии) цену. Более того, авторы подчеркивают, что страны с наименее активным присутствием государства в регулировании имеют статистически меньшее количество процедур необходимых для образования компании (см. приложение 9). [[35]](#footnote-35) В результате, чем больше компаний на рынке, тем больше выбор для инвесторов, тем больше стимула для каждой из компании показать свое конкурентное преимущество и получить денежные средства участника рынка.

**Информация** является важным критерием для участников финансового рынка при принятии тех или иных инвестиционных решений. Её доступность, в свою очередь, характеризирует степень эффективности фондового рынка.[[36]](#footnote-36) Рынок является тем эффективнее, чем быстрее информация отражается в котировках ценных бумаг, таким образом, не давая сделать прибыль на лагах, которые могут образовываться между поступлением новости и её отражением в ценах активов. По мнению американского экономиста Ю. Фамы, который сформулировал данную идею, эффективным рынком является тот, в котором фирмы могут принимать решения о производстве и инвестировании, а инвесторы имеют возможность выбирать ценные бумаги, отражающие деятельность владельцев компании при условии, что цены этих активов в любой момент времени полностью отражают всю доступную информацию.[[37]](#footnote-37)

Чаще всего инвесторы получают информацию через средства массовой информации: газеты, телевидение, радио и другие. Медиа, собирая информацию и делая её доступной для потребителей, оказывает сильное влияние на принятие решений участников рынка, что в конечном итоге может отразиться и на развитости финансового сектора. Существует несколько мнений о том, кто должен предоставлять данную информацию – государство или частные организации. С одной стороны, информация – это общественное благо, которое должно предоставляться правительством, вследствие высоких издержек. Однако, с другой стороны, если правительство будет монопольно владеть таким ресурсом, то оно может манипулировать им и искажать данные.[[38]](#footnote-38) Таким образом, важно создать эффективную конкуренцию на рынке информации, вынуждая компании, оперирующие в сфере медиа, публиковать необходимые информационные ресурсы в больших количествах и за короткий промежуток времени. Кроме того, чем больше компаний осуществляют свою деятельность на данном рынке, тем более независимую и разностороннюю информацию получают инвесторы.[[39]](#footnote-39)

В своем исследовании о влиянии государства на экономическое и политическое развитие страны Дьянков, Маклиш, Ненова и Шлейфер рассмотрели сферу медиа в 97 странах мира и выяснили что страны, в которых средства массовой информации находятся под контролем государства, характеризуются меньшей свободой прессы, ограничением политических и экономических прав и менее развитым рынком. [[40]](#footnote-40) Сравнивая страны по концентрации телевидения и газет в руках государства и частных предприятий, была составлена таблица (см. приложение 10). В результате, в Великобритании и во Франции большая часть рынка прессы принадлежит частным компаниям, однако в сфере телевидения наблюдается другая ситуация (см. приложение 10). Во Франции превалирует доля государственных ТВ станций, в то время как в Великобритании большую часть сектора занимают частные компании. Таким образом, можно сделать вывод о том, что финансовый рынок Соединенного Королевства обладает относительно более независимым распределением информации, а соответственно и более эффективным финансовым рынком.

Подводя итоги, стоит отметить, что жесткое регулирование правительством Франции финансового рынка с одной стороны способствует контролю финансового сектора, т.к. таким путем устраняются возможные риски возникновения волатильности на рынке. Устанавливая большое количество процедур, необходимых для организации фирмы, государство предотвращает появление на рынке слабых компаний, способных в дальнейшем вызвать нестабильность. Регулирование сферы масс-медиа делает возможным и регулирование действий инвесторов, путем фильтрации доступной информации, что также предотвращает или сглаживает потенциальные колебания на фондовых рынках. Однако стоит заметить, что такие барьеры ограничивают действия участников рынка, что тормозит дальнейшее развитие финансового сектора.

В отношении Великобритании наблюдается противоположная ситуация. Здесь предоставляется больше свободы для участников рынка. Меньшее количество и цена процедур поощряет создание новых финансовых фирм, и активизирует деятельность инвесторов. Конкурентный рынок средств массовой информации поощряет быстрое получение вкладчиками разносторонней информации об объектах инвестирования. Тем самым, границы расширяются, что дает толчок рынку для дальнейшего развития. В то же время, это подвергает опасности стабильность финансового рынка. Любая полученная информация, может привести к скачку цен в ту или иную сторону. Кроме того, существует большая вероятность того, что при одобрении учреждения компании были не учтены некоторые моменты финансовой нестабильности данной организации, и любое изменение на фондовом рынке может привести к дестабилизации её операционной деятельности, которая, в свою очередь, может вызвать «эффект домино».

В данной главе были рассмотрены основные выводы теории юридических систем относительно влияния континентального права Франции и англо-саксонского права Великобритании на финансовые рынки этих двух стран. В результате было выявлено, что французское право уступает прецедентному праву в защите прав инвесторов, что приводит к более активной деятельности участников рынка на английском фондовом рынке и, соответственно, к его развитию. Ответной реакцией экономики страны на более слабую защиту инвесторов является высокая концентрация владения, а также требование поддерживать определенное количество резервов компании, обеспечивающих гарантию возврата денежных средств инвесторам в случае финансовых трудностей компании. Однако данный механизм сдерживает развитие финансового сектора, т.к. большая доля активов находится в одних руках.

В отношении силы принуждения, Великобритания также имеет лидерские позиции. Французская континентальная система права преследует различные от англо-саксонской системы цели. Так, приоритетным для Франции является предупреждение возможных нарушений, что в свою очередь приводит к более жестким законам. Однако вследствие того, что риск правонарушения сокращается, сила правоприменения уходит на второй план и становится слабее. В Великобритании правовая система преследует другие цели: основываясь на прецедентном праве, судебная система выносит решение по уже совершенному правонарушению. Таким образом, стоит отметить, что законы данной юридической системы не такие жесткие, как в континентальной системе, однако сила принуждения здесь имеет достаточно важную роль.

Франция характеризуется более интенсивным вовлечением государства в сферу массовой информации, что препятствует эффективному и полному её распространению. В конечном итоге, это оказывает влияние на эффективность рынка, т.к. инвесторы не располагают полной информацией о ситуации на финансовом рынке. В Великобритании наблюдается обратная ситуация, когда большая часть рынка регулируется частными организациям, что способствует конкуренции, и соответственно, более полной и своевременной публикации событий, связанных с финансовым сектором.

1. **Органы надзора на финансовых рынках Франции и Великобритании. Подходы к регулированию финансовой деятельности**

Согласно докладу Группы 30[[41]](#footnote-41), существуют четыре общепринятых подхода к осуществлению финансового надзора: [[42]](#footnote-42)

1. Институциональный. Данный тип базируется на правовом статусе, который определяет, какой регулятор должен осуществлять надзорную деятельность. Вдобавок к этому, данный надзорный орган регулирует два направления: стабильность контроля и регулирование ведения бизнеса. Наряду с этим, правовой статус устанавливает и рамки деятельности данного бизнеса. Минусом этого подхода может послужить тот факт, что в некоторых случаях, в зависимости от правового статуса, организация может попадать под регулирование двух надзорных органов.
2. Функциональный. В рамках данного подхода каждый регулятор отвечает за конкретный вид деятельности (банки, ценные бумаги, страхование и т.д.) вне зависимости от правового статуса организации. Таким образом, каждый тип бизнеса может иметь собственный функциональный регулятор. Стоит отметить, что если бизнес компании включает в себя разные виды деятельности, то каждая структура будет регулироваться отдельным надзорным органом, который, в свою очередь, будет следить не только за качеством надзора, но также и операционной деятельностью бизнеса. Виды деятельности должны быть четко разделены, для того, чтобы можно было определить какие регуляторы должны осуществлять наблюдение.
3. Интегрированный. Здесь предполагается наличие единого универсального органа, в ответственность которого входит регулирование всех секторов финансового бизнеса. Очень часто в пример к данному подходу приводят Управление по финансовым услугам (the Financial Services Authority – FSA) в Великобритании.
4. «Твин Пикс» базируется на двух государственных регуляторах финансового сектора, один из которых отвечает за операционное регулирование, а второй – за пруденциальный надзор.

В действительности, данные подходы не применяются в чистом виде. Зачастую рамки между ними стираются, и страна выбирает наиболее оптимальный для нее вариант, который учитывает особенности истории, политики и культуры страны, размер экономики и структуру бизнеса.

Франция и Великобритания относятся к такому типу стран, которые не прибегают к помощи саморегулируемых организаций (СРО)[[43]](#footnote-43) при контроле за финансовым сектором.[[44]](#footnote-44) Таким образом, органы государственной власти осуществляют основной надзор, в то время как биржи ответственны только за ограниченный ряд обязанностей связанных с регулированием фондового рынка. С одной стороны, такая модель способствует эффективному регулированию, т.к. регулятивные действия находятся под руководством государства, у которого есть все необходимые ресурсы для полного его осуществления. Однако с другой стороны, сосредоточенность такой власти у одного органа может способствовать бюрократии. Более того, одним из преимуществ СРО является доступность информации, т.к. она оперирует внутри финансовой системы. Кроме того, саморегулируемая организация является более гибкой по сравнению с суверенным регулятором в силу того, что решения принимаются быстрее, без участия длиной бюрократической цепочки.

Ниже будут рассмотрены более подробно подходы к регулированию финансовой системы Франции и Великобритании, т.к. юридические системы данных государств считаются наиболее несхожими, несмотря на то, что обе страны не прибегают к помощи саморегулируемых организаций при осуществлении контроля за финансовым рынком. [[45]](#footnote-45)

* 1. **Функциональный подход Франции к регулированию финансового рынка**

Финансовый контроль Франции основывается на функциональном подходе с элементами модели «Твин Пикс». В результате деление регулятивных функций идет не только по конкретному виду деятельности, но и также по функциям надзора (см. приложение 11)

Банк Франции играет главную роль в осуществлении регулирования финансовой деятельности с момента принятия первого банковского закона во Франции (1941). [[46]](#footnote-46) Франция была первой из стран европейского сообщества, которая в 1967 году учредила специальный орган надзора за рынком – Комиссию по рыночным операциям (the Market Operations Commission – COB). Для того чтобы соответствовать инструкциям Европейского союза структура регулирования несколько раз изменялась. В 1984 году, согласно Банковскому Акту, была установлена единая банковская регулятивная система для всех банковских институтов, что привело к созданию Комиссии по кредитным институтам и инвестиционным фирмам (CECEI) и Банковской Комиссии (CB). [[47]](#footnote-47) В 1996 году этот Акт был пересмотрен наряду с другими, в числе которых был и Акт от 1989 года, о защите и прозрачности рынка, что привело к образованию Совета по финансовым рынкам (the Financial Markets Council – CMF), функции которого включали осуществление надзора за финансовыми рынками и принципами ведения бизнеса. Регулирование и надзор страховой деятельности было систематизировано государством в 1930-х годах. [[48]](#footnote-48)

В 2003 году во Франции в сфере контроля финансовых рынков была проведена реформа, которая упростила систему контроля, улучшила качество и объединила институты имеющие отношение к рынкам ценных бумаг. [[49]](#footnote-49) Акт о финансовой безопасности 2003 года учредил создание Ведомства по финансовым рынкам (Financial Market Authority – AMF) через объединение трех органов СОВ, CMF и Совета по финансовому управлению (Council on the Discipline of Financial Management – CDGF). Более подробно функции данного органа будут рассмотрены ниже. Реформы 2003 года также были направлены на улучшение координации и кооперации органов. Таким образом, был создан консультационный комитет по законодательной деятельности и финансовому регулированию (the Advisory Committee on Legislation and Financial Regulation – CCLRF), который охватывает банковскую и страховую сферу, ранее закрепленную за двумя отдельными органами, а также осуществляет регулирование деятельности инвестиционных организаций. [[50]](#footnote-50) В результате этой же реформы был учрежден и Совет финансовых органов (the Board of Financial Sector Authorities – CACESF), в рамках которого рассматриваются проблемы эффективного кооперирования и обмен информацией между основными надзорными органами. Рассмотрим каждый орган в отдельности.

**Министерство экономики, финансов и промышленности (MINEFI)** отвечает за составление новых законопроектов и регулятивных мер в отношении банковских, инвестиционных и страховых операций при содействии с консультационным советом (CCLRF). Министерство также уполномочено одобрять Общие Правила, выпускаемые AMF, в которых прописываются законы в сфере эмиссии ценных бумаг, слияния и поглощения компаний, осуществление финансовых сделок, общего устройства и управления рынками, многосторонней торговли и многое другое. Кроме этого, MINEFI осуществляет надзор за Фондом обеспечения депозитов (the French Deposit Guarantee Funds – FGD). По запросу от Банковской Комиссии FGD может создавать резервы с целью предотвращения банкротства банка.

**Фонд обеспечения депозитов** (Deposit Guarantee Fund – FGD) – это частная организация, которая финансируется за счет вкладов всех кредитных институтов и инвестиционных фирм для обеспечения депозита до суммы в €70,000.[[51]](#footnote-51) В определенных случаях фонд может использовать часть накоплений для предоставления финансовой помощи кредитным институтам или финансовым фирмам, испытывающим финансовые трудности.

**Страховая деятельность** во Франции контролируется отдельным регулятором – Insurance and Mutual Societies Supervisory Authority (ACAM), который является независимым государственным органом, осуществляющим пруденциальный надзор за страховыми компаниями. [[52]](#footnote-52) Здесь также присутствует функциональный подход. Так, например, лицензии для страховых компаний не входят в полномочия данного регулятора, а выдаются специальной комиссией по страховым компаниям (Committee on Insurance Companies). Председатель АСАМ является членом Банковской комиссии, а Президент Банка Франции, как председатель Банковской комиссии, является членом АСАМ для более эффективного взаимодействиях данных органов. [[53]](#footnote-53) Т.к. данный орган финансово независим, то он получает свою прибыль от вкладов страховых и взаимных фондов, которые находятся под его контролем. [[54]](#footnote-54)

**Центральный Банк Франции** (Banque de France, BDF) был основан в 1800 году Наполеоном с целью стимулирования экономического роста после глубокой рецессии в результате Великой французской революции. [[55]](#footnote-55) В 1936 году банк был национализирован для обеспечения стабильности цен. Согласно Акту от 2 декабря 1945 года, капитал Банка переходил государству 1 января 1946 года, а акционеры, в свою очередь, получали 4 облигации со сроком на 20 лет за каждую акцию. [[56]](#footnote-56) В 1973 году Министр финансов был наделен правом подтверждать присвоение прибыли Банка, а также выплату дивидендов. Таким образом, государство стало единственным акционером Банка Франции. [[57]](#footnote-57) Актом от 4 августа 1993 года Банк получил независимость для проведения эффективной монетарной политики. Кроме того, это был шаг в сторону создания Европейского Валютного Союза (European Monetary Union). В состав Европейской системы Центральных Банков Банк Франции вошел в 1998 году, преследуя цель поддержания денежной и финансовой стабильности. [[58]](#footnote-58) Основными регулятивными функциями Банка Франции являются:

1. Осуществление надзора за деятельностью Комиссии по кредитным институтам и инвестиционным фирмам (CECEI) и Банковской Комиссии (CB).
2. Ведение контроля за финансовой системой и системой осуществления платежей.
3. Отвечает за сбор финансовой информации о компаниях.

Надзор и регулирование Банк Франции осуществляет при помощи четырех органов:

1. Орган пруденциального надзора (Autorité de contrôle prudential – ACP), имеющий независимые административные полномочия для осуществления мониторинга деятельности банков и страховых компаний. Устанавливает систему ограничений в отношении банков для обеспечения защиты инвесторов. [[59]](#footnote-59)
2. Консультационный комитет по финансовому сектору (Le Comité consultatif du secteur financier – CCSF).
3. Консультационный комитет по законодательной деятельности и финансовым положениям. (Le Comité Consultatif de la Législation et de la Réglementation Financières – CCLRF).
4. Группа банковского надзора (Groupe des Superviseurs Bancaires Francophones – GSBF).

Таким образом, Банк Франции осуществляет пруденциальный надзор за кредитными институтами и инвестиционными фирмами, проводит эмиссию денег и устанавливает монетарную политику в рамках правил предусмотренных в Еврозоне и Европейской системой Центральных Банков.

Пруденциальный надзор за банками и инвестиционными компаниями осуществляет **Банковская комиссия** (the Banking Commission), которая заменила Комиссию по банковскому надзору (the Bank supervision commission) основанную в 1941 году. [[60]](#footnote-60) Рассмотрим её основные функции: [[61]](#footnote-61)

1. Осуществляет надзор за соблюдением кредитными институтами законов, наложение и взимание с них санкций за их нарушение.
2. Следит за финансовым состоянием данных институтов и их соответствием принципам успешной банковской практики.
3. Контролирует курс иностранной валюты (bureaux de change) и брокеров денежного рынка (money market brokers)
4. Со вступления в силу Акта о модернизации финансовой активности от 2 июля 1996 года, Комиссия также осуществляет надзор за институтами, которые поставляют финансовые услуги.

Банковская комиссия функционирует в рамках Банка Франции и представляет собой коллегию из шести человек, возглавляемая Президентом Банка Франции. [[62]](#footnote-62) В члены Комиссии также должны входить Руководитель Казначейства и Председатель ACAM для более эффективной кооперации данных органов. [[63]](#footnote-63)

**Комиссия по Кредитным институтам и инвестиционным фирмам** (The Committee of Credit Institutions and Investment Firms, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement – CECEI) несет ответственность за регистрацию кредитных учреждений и инвестиционных фирм, выдавая им лицензии. Данную Комиссию возглавляет Президент Банка Франции. В управление данным органом также входит Руководитель Казначейства, Председатель AMF, Управляющий Фондом и 8 помощников, которые назначаются Министерством экономики, финансов и промышленности со сроком на три года. [[64]](#footnote-64) CECEI каждый год предоставляет отчет о своей работе MINEFI и консультационной комиссии по финансовому сектору.

**Ведомство по финансовым рынкам** (the Financial Market Authority, Autorité des marchés financiers – AMF) было создано в 2003 году в соответствии с Актом о финансовой безопасности в результате объединения трех органов: Комиссии по Биржевым Операциям (Commission des opérations de bourse – COB), Совета по Финансовым Рынкам (the Conseil des marchés financiers – CMF) и Совета по Финансовому Управлению (the Conseil de discipline de la gestion financière – CDGF). [[65]](#footnote-65) Они были созданы главным образом с целью улучшения эффективности финансового регулирования за счет концентрации информации. AMF – это независимый государственный орган, что позволяет ему накладывать штрафы и санкции, при этом быть финансово независимым и получать прибыль от налогов. [[66]](#footnote-66) Бюджет данного органа определяется коллегией, выдвинутой Генеральным Секретарем AMF. Его основными целями являются: [[67]](#footnote-67)

1. Гарантирование инвестиций в финансовые инструменты.
2. Защита интересов мелких инвесторов.
3. Предоставление инвесторам необходимой информации.
4. Обеспечение эффективного функционирования финансовых рынков.

Орган управления за финансовыми рынками включает в себя совет директоров (16 членов), в который входит представитель Центрального Банка Франции, имеющий право вступать в дискуссии, комиссию (Enforcement Committee) имеющую полномочия накладывать санкции и штрафы (12 членов), специализированную и консультационную комиссии. [[68]](#footnote-68) Таким образом, AMF уполномочен проводить открытые расследования в отношении компаний, разместивших свои акции, по результатам надзора, в ответ на жалобу или по запросу со стороны иностранной организации со схожими полномочиями. В рамках данного органа существует также лицо, которое оказывает помощь непрофессиональным инвесторам, через принятие недовольств, касательно финансовой информации, исполнения заявок, операций со счетами ценных бумаг и управлением активами и др. Кроме того, данное лицо ищет пути разрешения споров между индивидуальным инвестором и фирмой, не прибегая к обращению в суд.

Председатель AMF назначается президентом Франции на невозобновляемый пятилетний срок. [[69]](#footnote-69) Среди обязательств данного органа выделяют регулирование в сферах: [[70]](#footnote-70)

1. Корпоративные финансы и раскрытие информации. В обязанности входит контроль компаний, осуществивших размещение акций на фондовом рынке. Осуществляют наблюдение за своевременным, достоверным и полным предоставлением информации о компании, её бизнесе и финансовых результатах.
2. Коллективные инвестиции. AMF разрешает регистрацию фондов открытого и закрытого типов. Проводит проверку информации в проспекте эмитента, который будет предоставляться инвестору. Также данный орган обязан убедиться в том, что предлагаемый финансовый продукт структурно понятен, и объяснен потенциальным инвесторам.
3. Инфраструктура рынка. AMF устанавливает принципы организации и функционирования для биржи (Euronext Paris), в которых прописываются правила торговли активами, облигациями и деривативами, приоритет исполнения по времени и цене, а также требует немедленного раскрытия цены и количества актива после совершения сделки. [[71]](#footnote-71) Кроме того, организует работу клиринговых систем (Euroclear France), обеспечивающих обслуживание международных ценных бумаг. Немаловажно и то, что данный орган не только ведет надзор за клиринговыми компаниями (Clearnet), но также определяет требования необходимые для учреждения такой организации. В число таких требований, например, входит создание внутреннего регулирования и правил ведения бизнеса. Таким образом, клиринговые компании назначают ответственных лиц, отвечающих за надзор зачета взаимных требований, за контроль сотрудников клиринговой компании и за соответствие законам. По итогам деятельности составляются годовые отчеты, отражающие результаты их деятельности. Членство в клиринговых компаниях также подтверждает AMF. [[72]](#footnote-72)
4. Надзор за поставщиками услуг в инвестиционной сфере, в том числе кредитные институты, управляющие компании, консультационные компании и др. Устанавливает свод правил и требований, которым должен соответствовать бизнес.

Важно отметить, что для того, чтобы правила AMF вступили в законную силу, требуется предварительное подтверждение Министра финансов. [[73]](#footnote-73)

Особую роль играет и **фондовая биржа**, которая во Франции представлена частной компанией Euronext Paris SA, являющейся дочерней компанией группы NYSE Euronext (NYX) и созданной в результате слияния NYSE Group, Inc. и Euronext N.V. в апреле 2007 года. [[74]](#footnote-74) Фондовая биржа имеет ряд своих обязанностей в отношении создания законов, мониторинга соответствия им и правоприменения. Однако стоит подчеркнуть, что вступление некоторых правил в силу требует подтверждения со стороны AMF. [[75]](#footnote-75) Таким образом, в случае несогласия осуществления выпуска акций эмитентом и подтверждения данного выпуска, превалирующую силу имеет орган управления за финансовыми рынками. Как было указано выше, AMF отвечает за подтверждение проспекта эмитента, который, в свою очередь, подтверждается Министром Финансов. В таком проспекте указывается существенная информация об эмитенте и выпускаемых им ценных бумагах. Вдобавок к нему, организация, собирающаяся провести выпуск акций, должна также иметь заявление на эмиссию, подтвержденное фондовой биржей. Такой документ для вступления в силу не требует ни государственного согласия, ни согласия AMF. В результате чего, Euronext Paris может устанавливать свои собственные проспекты раскрытия информации и требования к листингу. [[76]](#footnote-76) Тем не менее, AMF имеет право опровергнуть решение совета директоров биржи о проведении эмиссии определенных ценных бумаг или её прекращении. Т.к. после осуществления размещения акций ответственность за принятие законов в отношении предоставления компанией необходимых отчетов и раскрытии важных изменений в бизнесе компании-эмитента (тендеры, подтверждение сделок слияния и поглощения) возлагается на AMF, то правила Euronext Paris, как и её контроль за правоприменением, носят дополняющий характер. В сфере нормотворчества биржа также имеет особое значение. Именно она принимает финальное решение о формате торгового механизма, ограниченного, в свою очередь, опциями органа управления за финансовыми рынками. Таким образом, AMF устанавливает варианты торговой структуры, которые биржа может принять. Стоит отметить, что Euronext Paris имеет право приостановить торги, установить отклонение от торговой структуры на ограниченное количество сделок и отменить определенные сделки, но любое вмешательство требует согласия AMF. Ещё одним из обязательств биржи является своевременное предоставление информации о торговой деятельности органу управления за финансовыми рынками.

Подводя итоги (см. приложение 12), AMF осуществляет нормотворческую, контрольно-надзорную и правоприменительную деятельности в таких областях регулирования, как регистрация проспектов ценных бумаг, размещение ценных бумаг, листинг и текущее раскрытие информации, стандарты корпоративного управления, правонарушения на рынке, торговые правила, регулирование площадок организованной торговли при одобрении Министерства финансов. Важно отметить, что данные функции частично имеет и фондовая биржа Euronext Paris, однако характер такой деятельности является дополняющим. Регулирование в области брокерской деятельности и инвестиционных компаний возлагается на Комитет по кредитным и инвестиционным организациям совместно с Банковской комиссией и фондовой биржей.

* 1. **Органы регулирования финансового рынка Великобритании**

Система регулирования финансового сектора Великобритании до апреля 2013 года основывалась на интеграционном подходе, согласно которому осуществление пруденциального надзора и операционного регулирования во всех сферах финансового бизнеса возлагалась на один универсальный орган – Управление по финансовому регулированию и надзору (the Financial Services Authority, FSA). До конца 1970х годов финансовое регулирование осуществлялось на основе договоров, которые заключались между фирмами и организациями. Банки функционировали в соответствии с прецедентным правом, фокус которого был направлен в основном на обеспеченность контракта правовой силой, а решения принимались по результатам аналогичных дел в прошлом. [[77]](#footnote-77) Банк Англии, в свою очередь, тоже имел неформальный надзор за банковским сектором, т.к. оперировал на рынке и проводил сбор информации для исследования рынка. Согласно Акту Банка Англии от 1946 года и одобрения Казначейства Её Величества (Her Majesty’s Treasury, HMT), Банк уполномочен регулировать деятельность банков. Лондонская фондовая биржа (the London Stock Exchange, LSE)в то время контролировала операции с ценными бумагами, однако данная функция не была прописана законодательно.[[78]](#footnote-78) В то же время мошеннические операции, связанные с ценными бумагами регулировались законом. Стоит также отметить и законодательные требования в отношении аудита, который проводился актуариями государственного департамента для проверки резервов компании.

Позднее Банковский Акт от 1979 года учредил контроль над банковской системой, осуществляемый Банком Англии. Впоследствии данная роль была усилена новым актом от 1989 года в ответ на появившиеся проблемы среди мелких банков, которые занимались предоставлением имущества в долг. [[79]](#footnote-79) Такой режим сохранялся вплоть до реорганизации регулятивной системы в 1997 году. Ключевым событием для финансовой сферы Великобритании послужил «Большой взрыв» 1986 года – коренное преобразование Лондонской фондовой биржи, сопровождающееся сокращением регулирования со стороны государства. [[80]](#footnote-80) В итоге была устранена нижняя граница для комиссионных брокеру, что привело к тому, что их можно было устанавливать самостоятельно в процессе переговоров. В значительной степени это повлияло на крупные сделки, т.к. половина оборотов проходило без какой-либо комиссии. Вдобавок к этому кардинально поменялась и система ведения торгов на Лондонской фондовой бирже. Развитие информационных технологий представило возможным осуществление сделок с помощью компьютеров и заменило традиционную торговлю «на полу». Следовательно, увеличились объемы торгов и количество участников, что привело к увеличению ликвидности и способности рынка обслуживать крупные сделки. Кроме того, возросла и конкуренции между биржами, т.к. появилась возможность торговать иностранными активами. [[81]](#footnote-81)

В 1990-х основные финансовые фирмы в Великобритании интегрировались в крупные компании с полным спектром финансовых услуг (Lloyds – TSB, Dibb Lupton Broomhead – Alsop Stevens – Wilkinson Kimbers), что привело к необходимости создания единого универсального регулятора. [[82]](#footnote-82) В 1997 году после победы лейбористской партии во главе с Тони Блэром на Парламентских выборах, Банк Англии получил независимость в отношении проведения монетарной политики. Однако возлагать на него функции универсального финансового регулятора не стали, посчитав возможной проблему конфликта интересов и неправильно расставленных приоритетов, а также разнородность функций, которые бы возлагались на него. Поэтому было решено создать автономный интегрированный регулятор. В результате, 20 мая 1997 функции банковского надзора и регулирования инвестиций перешли Управлению по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board, SIB), которое впоследствии в октябре 1997 года было переименовано в Управление по финансовому регулированию и надзору (the Financial Services Authority – FSA). [[83]](#footnote-83) В 2000 году FSA приняла обязанности Лондонской фондовой биржи по допуску ценных бумаг к обращению на бирже. [[84]](#footnote-84) В этот же год парламентом был принят «Акт о финансовых услугах и рынках от 2000 г.», который определил основные принципы регулирования финансового сектора и цели FSA. В обязанности Управления по финансовому регулированию и надзору входил пруденциальный надзор и операционное регулирование. 1 Апреля 2013 года система контроля над финансовым сектором была вновь реорганизована. Причинами послужил мировой финансовый кризис 2008 года, который выявил недостаток, заключающийся в неспособности регулятора своевременно реагировать на финансовые события мирового масштаба. [[85]](#footnote-85) В результате, «тройственная структура», включающая в себя Банк Англии, Казначейство и Управление по финансовому регулированию и надзору было упразднено и на место FSA пришло три новых регулятивных органа (см. приложение 13): Комитет по финансовой политике (Financial Policy Committee, FPC), Управление пруденциального надзора (Prudential Regulatory Authority, PRA) и Управление по финансовому поведению (Financial Conduct Authority, FCA).[[86]](#footnote-86) Важно отметить, что данные органы находятся в подчинении у Банка Англии, который теперь осуществляет регулятивные функции и несет ответственность за предупреждение нового кризиса.[[87]](#footnote-87) Таким образом, функции Банка расширились и, помимо регулирования эмиссии денег и поддержания финансовой стабильности, включили также контроль над пруденциальным надзором.[[88]](#footnote-88) В итоге, если раньше регулятивная система Великобритании имела интеграционный подход, то после вступления в силу 1 апреля 2013 года Закона о финансовых услугах 2012 года его сменила модель «Твин Пикс».[[89]](#footnote-89) По словам генерального директора Управления по финансовому регулированию и надзору Гектора Сантса, новая модель приведет к тому, что банки, строительные общества, страховые компании и основные инвестиционные фирмы будут контролироваться двумя отдельными органами Управлением пруденциального надзора (Prudential Regulatory Authority, PRA) и Управлением по финансовому поведению (Financial Conduct Authority, FCA), целью первого будет пруденциальный надзор, а второго – осуществление операционной деятельности бизнеса. [[90]](#footnote-90) Он также подчеркнул и тот факт, что такие изменения будут направлены на развитие подхода, который мог бы предотвращать финансовые проблемы и уход от старой модели, когда меры принимались как результат реагирования на финансовую нестабильность.

Рассмотрим регулятивные органы Великобритании в отдельности.

**Казначейство Её Величества** (Her Majesty’s Treasury, HMT) будучи государственным органом, определяет структуру финансового регулирования и отвечает за принятие решений в периоды кризиса.[[91]](#footnote-91) Кроме этого, является последней инстанцией, которая одобряет предоставление помощи банкам, находящимся на грани банкротства. Контролирует данный орган Канцлер казначейства.

**Банк Англии** (BoE) был основан в 1694 году и национализирован в 1946 году после Второй мировой войны. [[92]](#footnote-92) Сейчас он является центральным банком Соединенного Королевства и отвечает за финансовую стабильность страны по средствам рыночных операций. [[93]](#footnote-93) После вступления в силу в 2013 году Закона о финансовых услугах 2012 года вернул себе функции банковского надзора, которые были переданы в 1997 году Управлению по финансовому регулированию и надзору. [[94]](#footnote-94) Помимо этого, Банк осуществляет монетарную политику, отвечает за платежную систему страны и общую инфраструктуру финансового рынка. Вдобавок к этому обеспечивает ликвидность банковскому сектору и является кредитором последней инстанции в кризисных ситуациях.

В **Собрании членов правления** (the Court of Directors) участвуют Управляющий Банка Англии, Заместители руководителей по финансовой стабильности, монетарной политике и пруденциальному надзору и не более, чем девять неисполнительных директоров. Один из таких директоров назначается Канцлером председателем Собрания. В обязанности Собрания входит определение целей и стратегий Банка Англии и обеспечение быстрого и качественного их достижения, а также обсуждение стратегий управления рисками. [[95]](#footnote-95)

Как было указано выше в 2013 году «трёхсторонняя» система регулирования, которая включала в себя HMT, BoE, FSA была ликвидирована и на смену FSA пришли три новых органа – FPC, PRA и FCA, функции которых будут рассмотрены ниже.

**Комитет по финансовой политике** (Financial Policy Committee, FPC) является главным из этих трех ведомств, состоит из 11 членов и возглавляется президентом Банка Англии.[[96]](#footnote-96) Его основными функциями является выявление, мониторинг и принятие необходимых мер для ограничения системного риска и предотвращения финансовых рецессий, что способствует созданию гибкой финансовой структуры страны.[[97]](#footnote-97) Однако его решения не должны противоречить экономической политике Казначейства и его целям в отношении экономического роста и занятости рабочей силы.[[98]](#footnote-98) FPC имеет два направления деятельности в области регулирования: рекомендации в отношении PRA и FCA и непосредственно координирование этих регуляторов для согласования макропруденциальных инструментов. Таким образом, Комитет несет ответственность за принятие решения о резервном капитале, который создается в целях проведения антициклической политики (Countercyclical capital buffer, CCB), а также устанавливает требования о размере капитала в определенных секторах (Sector capital requirements, SCR). Кроме того, Правительство намеревается уполномочить FPC вести контроль финансового рычага, но это произойдет не ранее 2018 года.[[99]](#footnote-99)

**Управление пруденциального надзора** (Prudential Regulatory Authority, PRA) осуществляет микропруденциальный надзор за депозитными институтами, страховыми компаниями и основными инвестиционными фирмами, что включает в себя определение стандартов и контроль за финансовыми институтами на уровне компаний. Таким образом, роль данного регулятора базируется на двух функциях:[[100]](#footnote-100)

1. Обеспечение финансовой стабильности компаний, за которыми осуществляется надзор. Данная цель будет достигаться за счет минимизации риска дестабилизации финансовой системы, вызванного деятельностью организаций, через установку стандартов и требований, которым компании должны соответствовать.
2. Поддержка необходимого уровня безопасности финансового сектора для привлечения новых участников рынка в секторе страхования.

**Управление по финансовому поведению** (Financial Conduct Authority, FCA) является отдельным институтом, который не зависит от Банка Англии и гарантирует эффективное функционирование рынков, через защиту инвесторов, прозрачность финансовой системы и поддержание здоровой конкуренции. [[101]](#footnote-101) FCA также отвечает за регулирование всех финансовых фирм. Так, орган предотвращает торговлю ценными бумагами лицами, обладающими конфиденциальной информацией о делах компании, что может повлечь за собой манипуляцию рынка. Кроме того, Управление берет на себя обязанность следить за финансовыми компаниями, которые не попали под регулирование PRA, в том числе компании, управляющие активами, хедж фонды, брокеры и независимые финансовые консультанты и другие.[[102]](#footnote-102) В результате, FCA осуществляет нормотворческую деятельность, проводит расследования и следит за правоприменением законов, направленных на защиту и регулирование финансовой системы. [[103]](#footnote-103)

Отдельно выделяется **Комитет по поглощениям и слияниям** (the Panel on Takeovers and Mergers), который является независимым органом, учрежденным в 1968 году. [[104]](#footnote-104) В его функции входит контролирование соблюдения «Кодекса Сити» по поглощениям и слияниям и гарантия защиты акционеров при сделках связанных с поглощением компаний.

**Комитет денежно-кредитной политики** (the Monetary Policy Committee, MPC) был создан в 1997 году как орган ответственный за поддержание стабильности и помощи в проведении правительством экономической политики.[[105]](#footnote-105) Он устанавливает процентные ставки, соответствующие ожидаемому уровню инфляции.[[106]](#footnote-106) В состав Комитета входят 9 членов – Управляющий, два заместителя, Главный экономист Банка, Исполнительный директор и четыре внешних члена, которые назначаются Канцлером. Собрание Комитета денежно-кредитной политики проводится каждый месяц. На нем каждый из членов имеет один голос, который он отдает за определенный уровень процентной ставки, по его мнению, соответствующий ожидаемой инфляции. В течение месяца MPC получает подробный отчет от Банка Англии об экономике страны, который обсуждается перед каждым собранием, где устанавливается процентная ставка. В дискуссиях также участвует и представитель Казначейства, который следит за тем, что решения Комитета полностью соответствуют фискальной и монетарной политике государства, однако он не имеет право голоса. [[107]](#footnote-107)

В итоге, в результате реформы 2013 года регулятивная финансовая модель Великобритании претерпела существенные изменения – перешла от интеграционного подхода регулирования к модели «Твин Пикс». Базой этой модели служат два органа, которые по отдельности осуществляют пруденциальный надзор и операционное регулирование. Соответственно, тройственная структура (HMT, BoE, FSA) была упразднена, и на смену Управления по финансовому регулированию и надзору пришли сразу три новых контролирующих органа: Комитет по финансовой политике, являющийся главенствующим и занимающийся анализом рисков и предотвращением кризисных ситуаций в финансовой сфере; Управление пруденциального надзора, которое, в свою очередь, следит за соблюдением финансовыми агентами законов и своевременным предоставлением достоверной информации о ходе своей деятельности; Управление по финансовому поведению, обеспечивающее защиту инвесторов, а также регулирование предприятий оперирующих на финансовом рынке. Важно отметить, и тот факт, что функции Банка Англии были расширены и включили банковский надзор и также ряд обязанностей связанных с институтами, которые претерпевают финансовые трудности. По мнению государства, расширение полномочий и создание новых органов будет способствовать более эффективному и прозрачному осуществлению государственных мер.

1. **Сравнительный анализ предпочтений профучастников на финансовых рынках Франции и Великобритании**

В данной главе будет проведен сравнительный анализ предпочтений профучастников Франции и Великобритании в отношении эффективности финансового рынка этих стран. В первую очередь, будет рассчитана количественная мера, характеризующая отклонение текущего состояния фондовых рынков стран от эффективного с помощью информационного расстояния Кульбака-Лейблера. [[108]](#footnote-108) Затем, полученные данные будут использованы для выявления индивидуальных предпочтений участников рынка, в качестве которых были выбраны фонды открытого типа.

* 1. **Анализ неэффективности фондовых рынков Франции и Великобритании**

Согласно теории юридических систем, развитость фондового рынка зависит от правовой структуры страны. В первой главе были рассмотрены основные критерии, на которые опирались сторонники данной системы, подтверждающие тот факт, что англо-саксонское право Великобритании лучше защищает инвесторов и менее подвержено регулированию государства, чем континентальное право Франции. Более того, при анализе участия государства в компаниях, оперирующих в сфере массовой информации, был сделан вывод о том, что информация является определяющим фактором эффективности рынков.[[109]](#footnote-109) Вдобавок к этому, приверженцы данной теории сделали вывод о том, что по сравнению с Францией, рынок масс-медиа в Великобритании более свободный. Следовательно, предоставляет больше необходимых новостей для того, чтобы инвесторы смогли представить общее положение на рынке и принять инвестиционное решение, что в свою очередь может говорить о более эффективном рынке. Однако стоит отметить, что понятие эффективности рынка может рассматриваться в нескольких направлениях. Так, например, данное понятие может подразумевать под собой эффективность регулятивных институтов, ликвидность, капитализацию рынка, скорость поступления информации, отсутствие торговых операций, основанных на инсайдерской информации и прочее. Согласно мнению Ю. Фамы при эффективном рынке фирмы могут принимать решения о производстве и инвестировании, а инвесторы имеют возможность выбирать ценные бумаги, отражающие деятельность владельцев компании при условии, что цены этих активов в любой момент времени полностью отражают всю доступную информацию.[[110]](#footnote-110)

В данной главе будет предпринята попытка представить и сравнить эффективность финансового рынка Франции и Великобритании в количественном виде с помощью оценки распределений логарифмической доходности национальных фондовых индексов двух стран за период 2003-2013 гг. Приросты котировок были взяты именно в логарифмическом виде, т.к. на рынке цены имеют несимметричное логнормальное распределение, и с помощью логарифмирования осуществляется переход к нормальному распределению.[[111]](#footnote-111) Выборка по индексам включала 2492 ежедневных наблюдения для каждого и была разбита на 10 лет.

Для того, чтобы охарактеризовать эффективный рынок следует обратиться к центральной предельной теореме, которая утверждает, что «если случайная величина является общим результатом взаимодействия большого числа других случайных величин, ни одна из которых не является доминирующей, то она будет иметь приблизительно нормальное распределение, даже если отдельные составляющие не имеют нормального распределения».[[112]](#footnote-112) Согласно гипотезе о сильной форме эффективного финансового рынка, рынок является эффективным, если в ценах актива отражена вся имеющаяся информация, включая частную информацию, которая доступна только ограниченному кругу лиц.[[113]](#footnote-113) Таким образом, т.к. эффективный рынок характеризуется большим числом взаимно независимых субъектов, высокой ликвидностью, отсутствием возможности торговли на основе инсайдерской информации (т.к. цены активов включают в себя всю доступную информацию) и недоступен для прогнозирования, то структуру его доходности можно описать нормальным распределением. [[114]](#footnote-114)

Для оценки наблюдаемого на рынке распределения доходности был использован непараметрический метод окон Парцена-Розенблатта: [[115]](#footnote-115)

где – ядро непараметрической оценки, – i-я точка выборки длины , – параметр сглаживания, который вычисляется с помощью максимизации функции правдоподобия: [[116]](#footnote-116)

которая в свою очередь осуществляет поиск параметров, способных приблизить функцию плотности вероятности к имеющимся данным о характере рынка. Параметр играет здесь ключевую роль, т.к. «обеспечивает баланс между ошибкой и дисперсией оценки». [[117]](#footnote-117)

Получив функцию плотности вероятности, характеризующую текущее состояние рынка, можно перейти к сравнению его с нормальным распределением. Если форма распределения наблюдаемой доходности отличается от формы нормального распределения, то на рынке наблюдается неэффективность и наоборот. Данной разницей может послужить информационное расстояние Кульбака-Лейблера (КЛ):[[118]](#footnote-118)

где p(x) – оценка текущего распределения доходности х рассматриваемого индекса, q(x) – нормальное распределение, которое было оценено на той же выборке и имеющее такие же значения математического ожидания и стандартного отклонения, что и у наблюдаемого.

Рассчитав данный коэффициент для каждого дня периода 2003-2013 была получена мера отклонения текущего состояния финансовых рынков Великобритании и Франции от эффективного:



Стоит отметить, что фондовый рынок Великобритании характеризуется большей неэффективностью, чем фондовый рынок Франции:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Числовая характеристика значения информационного расстояния КЛ** | **Франция**  **(САС 40)[[119]](#footnote-119)** | **Великобритания**  **(FTSE 100)[[120]](#footnote-120)** |
| Среднее | 0.606 | 1.4 |
| Максимальное | 3.434 | 6.912 |
| Минимальное | 0.000 | 0.000 |

Также был рассчитан двухвыборочный t-критерий при 5% уровне значимости для двух независимых выборок, которые представляют коэффициенты КЛ, рассчитанные для фондовых рынков Франции и Великобритании:[[121]](#footnote-121)

где и это среднее значение информационного расстояния КЛ, и – выборочные дисперсии, и размер выборки для Франции и Великобритании соответственно. Проверяется нулевая гипотеза о равенстве математических ожиданий двух выборок:

Также предполагается, что дисперсии двух выборок не равны (). В результате подсчета выяснилось, что нулевая гипотеза отвергается на 5% уровне значимости, что говорит о том, что распределения коэффициентов КЛ для данных выборок статистически отличаются друг от друга:

|  |  |
| --- | --- |
| t-статистика | 44.106 |
| (p-значение) | (0.000) |

Значение показателей, отражающих информационную неэффективность рынка КЛ, будут использованы далее для выявления структуры предпочтений профучастников на рассматриваемых фондовых рынках.

* 1. **Расчет индивидуальных предпочтений профучастников фондовых рынков Франции и Великобритании**

В качестве профучастников были рассмотрены активно управляемые открытые фонды Франции и Великобритании с максимальной чистой стоимостью активов по критерию географической локализации на территории рассматриваемых стран, оперирующие на национальном рынке и торгующие активами национальных компаний. Фонды, не имеющие данных со 2 января 2003 г., исключались. Выборка по каждому фонду включала 2492 ежедневных наблюдения для каждой выборки и была разбита на 10 лет. Под фондами открытого типа понимаются инвестиционные компании, которые обязуются в любой момент времени выкупать свои акции по цене, равной или близкой стоимости их чистых активов.[[122]](#footnote-122)

Т.к. рассматриваемый период - это 2003-2013гг., было важно отобрать компании, период деятельности которых составляет как минимум три года. Таким образом, в данной выборке присутствуют компании, год основания которых варьируется от 1979 года и 1962 по 2000 для Франции и Великобритании соответственно. Кроме того, исключались фонды, чьи материнские компании были учреждены в иностранных (для исследуемых стран) государствах. Также были опущены фонды, которые имели максимальную чистую стоимость активов (NAV) и, тем самым, сильно выбивались из общего списка фондов. В результате были получены две таблицы с 30 крупными по стоимости чистых активов фондами открытого типа, оперирующих на фондовых рынках Франции и Великобритании. Затем для отобранных инвестиционных компаний были получены дневные котировки, которые в дальнейшем были использованы для вычисления ожидаемой доходности.

Для расчета предпочтений профучастников необходимо осуществить максимизацию функции полезности. [[123]](#footnote-123) Данный максимум достигается в том случае, если участник рынка получает максимальную доходность от своих вложений. Таким образом, выяснив период, в котором он получил наибольший прирост своего портфеля, и сопоставив его с рядом данных, характеризующим отклонение текущего состояния рынка от эффективного, можно будет определить, какой тип рынка предпочитает профучастник.

Итак, используя скользящий базисный период в 10 торговых дней, были рассчитаны ожидаемые дневные доходности по каждому из 30 фондов Англии и Франции за период 2003-2013 г. Далее для каждого года были определены интервалы времени, когда ожидаемая доходность портфеля была максимальна. В результате, была получена матрица, имеющая значения начала и конца интервала и соответствующая ему максимальная доходность. Важно отметить, что такая матрица рассчитывается как в разрезе фондов, так и для каждого года за период 2003-2013 гг. После того как были получены границы интервалов, подтягиваются и ранее рассчитанные значения неэффективности рынков Франции и Великобритании за такой же период. В итоге, теперь можно сопоставить интервалы максимальной доходности за каждый год и соответствующие значения минимальной и максимальной неэффективности рынка, которые наблюдались в этот период. Таким образом, данный интервал состояний неэффективности будет являться интервалом предпочтений неэффективности рынка для соответствующего профучастника. Усреднив полученные интервалы предпочтений неэффективности рынка по фондам для каждого года, получаем следующее:

Рассмотрев первый график, стоит отметить, что усредненные интервалы предпочтений неэффективности рынка профучастников во Франции достаточно стабильны. Начало интервала предпочтений всегда совпадает с эмпирическим минимальным уровнем неэффективности рынка, а конец интервала не совпадает с максимальным уровнем неэффективности рынка, что говорит о том, что участники рынка следуют регулятивным нормам и получают максимальную доходность в условиях низкой неэффективности рынка (см. приложение 14). Однако и средняя ожидаемая доходность в течение 2003-2013 гг. меньше, чем в Великобритании.

В Соединенном Королевстве на том же периоде времени наблюдается другая ситуация. Здесь усредненные интервалы предпочтений неэффективности рынка достаточно серьезно меняются год от года. Наблюдается удаленность минимума среднего интервала предпочтений от эмпирического годового минимума состояния неэффективности на протяжении всего периода, кроме начала 2013 года, что говорит о том, что большинство профучастников получают прибыль на неэффективном рынке (см. приложение 15). Кроме того, из одиннадцати лет в пяти наблюдается сближение верхней границы интервала предпочтений профучастников с эмпирическим годовым максимумом состояния неэффективности, что говорит о конфликте интересов участников рынка и суверенного регулятора. Таким образом, наибольшей глубины конфликт наблюдается в 2004, 2005, 2009 и 2012 годах, когда предпочтения профучастников были распределены почти по всей области неэффективности. В эти годы суверенному регулятору пришлось столкнуться с серьезными нарушениями со стороны участников рынка.

Так, в период 2004-2005 наблюдался рост количества инсайдерских сделок, которые не пресекались регуляторами. [[124]](#footnote-124) Однако в 2006 году вышел Акт о мошенничестве, в котором указывались меры наказания по трем классификациям мошенничества: мошенничество, связанное с неверным трактованные факта или закона, с неполным раскрытием информации и превышением своих полномочий. [[125]](#footnote-125) Данный Акт ограничил действия участников рынков, что привело к снижению верхней границы усредненного интервала предпочтений в 2006 году. В 2007 и 2008 году границы интервала предпочтений были близки друг к другу, что можно объяснить кризисными явлениями, когда на рынке наблюдался понижающийся тренд. В 2012 году имела место махинация со ставкой LIBOR[[126]](#footnote-126), когда её завышали или занижали для того, чтобы получить большую прибыль со сделки. Более того, данная ставка отражает кредитоспособность банковской системы и является основной многих деривативов. В конце июня 2012 года один из ведущих банков Barclays (Великобритания) был обвинен в манипуляции ставками LIBOR и EURIBOR, в результате чего выплатил соответствующий штраф. [[127]](#footnote-127) При этом представители Barclays утверждали, что Банк Англии был осведомлён о происходящем и одобрял их действия.

Таким образом, широкие интервалы уровня неэффективности соответствуют самым высоким уровням средней доходности, что также подтверждает тот факт, что максимальную доходность профучастники получают в то время, когда рынок находится в своем неэффективном состоянии, т.е. когда совершаются правонарушения связанные с махинациями, торговлей с использованием инсайдерской информацией и др.

Нельзя не согласиться, что Лондон сейчас является одним из главных финансовых центров мира, что обусловлено большими и частыми объемами транзакций, значительным количеством компаний, осуществляющих публичное размещение своих акций. Так, Лондонская фондовая биржа в 2011 году занимает второе место по общей рыночной капитализации (5.6 трлн. долл. США), уступая место Нью-Йорку (NYSE – 11.7 трлн. долл США, NASDAQ – 3.8 трлн. долл. США), по числу зарегистрированных компаний (2,519), по среднему объему средств, привлеченному при IPO (444 млню долл.), а также занимает первое место по количеству первичных размещений акций иностранными компаниями (245). [[128]](#footnote-128) В 2012 по среднему дневному объему операций в иностранной валюте (4.6 триллионов долларов), Англия обогнала США и Японию. [[129]](#footnote-129) Тем не менее, это можно объяснить менее жестким регулированием финансового рынка, что также подтверждают и авторы LLSV, говоря о более свободной судебной системе и о самом правовом принципе, когда решение проблемы обсуждается после совершения правонарушения, в то время когда французское право наоборот, нацелено на его предотвращение. В результате, нельзя сказать, что регулятивные институты Великобритании эффективны, т.к. они не пресекают возможное появления неправомерной практики, а только осуществляют правоприменение после его обнаружения, что является характерной особенностью прецедентного права. Наличие возможности правонарушения ведет к увеличению средней доходности участника рынка, что привлекает ещё большее количество инвесторов. В итоге, финансовый рынок становится развитым, т.к. наблюдаются большие объемы торгов, высокая ликвидность и капитализация.

В случае с Францией, регулятивные органы, осуществляя контроль, препятствуют возникновению правонарушений, что мы видим и по результатам расчета предпочтения профучастников (усредненные интервалы предпочтений неэффективности рынка имеют стабильный характер на протяжении всего периода), тем самым ограничивая неэффективность рынка, что в конечном итоге сказывается на снижении средней доходности профучастников. Таким образом, инвесторы предпочитают уходить на рынок с большей свободой действия. Чем лучше регулируется рынок, тем менее предсказуемым он становится, т.к. каждый участник рынка находится в одинаковых условиях.

# Заключение

По итогам проведенного исследования были рассмотрены основные выводы теории юридических систем, которая утверждает, что развитость экономики страны зависит от правовой структуры, которой она придерживается, а также модели регулирования финансового рынка Франции и Великобритании как наиболее отличных друг от друга.

В результате, континентальное право Франции характеризуется более жестким регулированием финансового рынка, что с одной стороны способствует уменьшению риска возникновения дестабилизации фондового рынка, а с другой – приводит к ограничению развития, т.к. участники рынка предпочитают осуществлять свою деятельность на более свободных рынках. Прецедентное право Великобритании, предоставляя больше прав участникам рынка, привлекает большее количество инвесторов, что положительно сказывается на объемах торгов, ликвидности и, соответственно, на развитии фондового рынка. Однако стоит отметить, более свободное регулирование рынка приводит к склонности профучастников совершать правонарушения, что увеличивает неэффективность рынка.

Выявив предпочтения профучастников в отношении неэффективности финансового рынка обеих стран, был сделан следующий вывод. Участники рынка Франции не склоны совершать правонарушения. Более того, их предпочтения часто совпадают с интересами суверенного регулятора, целью которого является эффективность рынка. В отношении Великобритании наблюдается обратная ситуация. В виду того, что данный рынок характеризуется большей свободой, предпочтения участников и суверенного регулятора часто не совпадают, что приводит к неправомерной практике со стороны профучастников и большей неэффективности рынка. Не смотря на то, что французский рынок является более эффективным, в среднем доходность здесь меньше, чем на финансовом рынке Великобритании, что можно объяснить более свободным рынком. Стоит отметить и тот факт, что наибольшие значения средней доходности в Великобритании соответствуют наибольшим интервалам предпочтений неэффективности профучастников, что подтверждает их незаинтересованность в эффективности рынка.

В результате, можно сделать вывод о том, что во Франции есть потенциал для создания и развития саморегулируемых организаций, т.к. интересы профучастников и суверенного регулятора в большинстве случаев совпадают, в то время как в Великобритании, ввиду частых и глубоких конфликтов, создание такой организации не будет способствовать формированию более эффективного финансового рынка.

# Список литературы

Н.И. Берзон Н.И., Буянова Е.А., Кожевников М.А., Чаленко А.В.. Фондовый рынок: Учебное пособие для высших учебных заведений экономического профиля. –М.: Вита-Пресс, 1998.

Доугерти К. Введение в эконометрику: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999.

Тихомиров Н.П., Е.Ю. Доронина. Эконометрика. –М.: Изд-во Рос. экон. Акад., 2002.

1. Ильин Е.В. Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка//Экономический журнал ВШЭ, Т.16, №2, 2012.

PWC Выбор биржи для листинга. Обзор фондовых бирж, Москва, 2012.

1. 30 Group of Thirty. The structure of financial supervision. Approaches and Challenges in a Global Market. Washington, DC. 2008.

Bank of England. The Financial Policy Committee’s powers to supplement capital requirements. A Draft Policy Statement, 2013.

Carson J. Self-Regulation in Securities Markets. The World Bank. 2011.

Clemons E. K. and Weber B.W. London’s Big Bang: A Case Study of information Technology, Competitive Impact, and Organizational Change//Journal of Management Information System, Vol. 6, No. 4, 1990, pp. 41-46.

1. Djankova S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.. The regulation of entry//The Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII, 2002.
2. Djankov S., McLiesh C., Nenova T., Shleifer A. Who owns the media? // National Bureau of Economic Research, w/p 8288, 2001.
3. Fama Eugene F.. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work // Journal of Finance, Vol. 25, 383-417.

Fisher J. QC, ed. by Ted Sumpster. Fighting Fraud and Financial Crime. A new architecture for the investigation and prosecution of serious fraud, corruption and financial market crime. 2010.

1. Gadinis, Stavros and Jackson, Howell E., Markets as Regulators: A Survey (June 1, 2007)//Southern California Law Review, Vol. 80, 2007. pp. 1239-1382.
2. Kullback S., Leibler R.A. On information and Sufficiency//The Annals of Mathematical Statistics, Vol. 22, No. 1, 1951, pp. 79-86.
3. La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei. The Economic Consequences of Legal Origins//Journal of Economic Literature 2008.
4. La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei, Vishny Robert W.. Law and Finance//National Bureau of Economic Research, 1996.

Murphy E., Senior S.. Changes to the Bank of England, Quarterly Bulletin, 2013.

TheCityUK. Financial markets series. Foreign exchange, 2012.

1. Официальный сайт Группы 30 [Интернет ресурс]: [http://www.group30.org/](http://www.group30.org/index.shtml) (Дата обращения 05.05.2013)

Официальный сайт Банка Англии. [Интернет ресурс]: [http://www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/default.aspx) (Дата обращения 08.05.2013)

1. Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]: [http://www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/history/the-milestones/1800-creation-of-the-banque-de-france.html) (Дата обращения 07.05.2013)

Официальный сайт издания Торгово-промышленной палаты РФ «Торгово-промышленные Ведомости». [Интернет ресурс]: [http://www.tpp-inform.ru](http://www.tpp-inform.ru/global/3328.html) (Дата обращения 08.05.2013)

Официальный сайт Комитета по поглощениям и слияниям. [Интернет ресурс]: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/> (Дата обращения 08.05.2013)

Официальный сайт Правительства Великобритании. [Интернет ресурс]: [http://www.legislation.gov.uk](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/35/contents) (Дата обращения 11.05.201)

1. Официальный сайт AMF. [Интернет ресурс]: [http://www.amf-france.org](http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0) (Дата обращения 07.05.2013)
2. Официальный сайт Bloomberg [Интернет ресурс]: <http://www.bloomberg.com> (Дата обращения 08.05.2013)
3. Официальный сайт FCA. [Интернет ресурс]: [http://www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk/about/what) (Дата обращения 07.05.2013)

Официальный сайт FSA. [Интернет ресурс]: [http://www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk/about/who/history) (Дата обращения 07.05.2013)

1. Официальный сайт группы NYSE Euronext. [Интернет ресурс]: [http://www.nyx.com](http://www.nyx.com/en/who-we-are/company-overview) (Дата обращения 07.05.2013)

# Приложения

Приложение 1. Оценка защиты прав акционеров

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Страны** | **1 акция – 1 голос** | **Голосование по почте** | **Акции перед собранием не блокируются** | **Кумулятивное голосование** | **Обжалование в суде** | **% акции, дающих право на созыв собрания** | **Суммарный балл «антидиректорских» прав** | **Минимальный гарантированный дивиденд, % от прибыли** |
| Австралия | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0.05 | 4 | 0.00 |
| Канада | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 4 | 0.00 |
| Гонконг | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0.05 | 4 | 0.00 |
| Индия | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.10 | 2 | 0.00 |
| Ирландия | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 3 | 0.00 |
| Израиль | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 3 | 0.00 |
| Кения | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 3 | 0.00 |
| Малайзия | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 3 | 0.00 |
| Новая Зеландия | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 4 | 0.00 |
| Нигерия | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 3 | 0.00 |
| Пакистан | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0.10 | 4 | 0.00 |
| Сингапур | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 3 | 0.00 |
| ЮАР | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0.05 | 4 | 0.00 |
| Шри Ланка | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.10 | 2 | 0.00 |
| Таиланд | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0.20 | 3 | 0.00 |
| **Великобритания** | **0** | **1** | **1** | **0** | **1** | **0.10** | **4** | **0.00** |
| США | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0.01 | 5 | 0.00 |
| Зимбабве | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.10 | 3 | 0.00 |
| **Англо-саксонское право** | **0.22** | **0.39** | **1** | **0.17** | **0.92** | **0.09** | **3.39** | **0.00** |
| Аргентина | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.05 | 4 | 0.00 |
| Бельгия | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.20 | 0 | 0.00 |
| Бразилия | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.05 | 3 | 0.50 |
| Чили | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.01 | 3 | 0.30 |
| Колумбия | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.25 | 1 | 0.00 |
| Эквадор | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.25 | 2 | 0.50 |
| Египет | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.10 | 2 | 0.00 |
| **Франция** | **0** | **1** | **0** | **0** | **0** | **0.10** | **2** | **0.00** |
| Греция | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.05 | 1 | 0.35 |
| Индонезия | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.10 | 2 | 0.00 |
| Италия | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.20 | 0 | 0.00 |
| Иордания | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.15 | 1 | 0.00 |
| Мексика | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.33 | 0 | 0.00 |
| Нидерланды | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0.10 | 2 | 0.00 |
| Перу | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.20 | 2 | 0.00 |
| Филиппины | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0.10 | 4 | 0.50 |
| Португалия | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.05 | 2 | 0.50 |
| Испания | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0.05 | 2 | 0.00 |
| Турция | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.10 | 2 | 0.00 |
| Уругвай | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0.20 | 1 | 0.00 |
| Венесуэла | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.20 | 1 | 0.00 |
| **Французская система права** | **0.24** | **0.09** | **0.43** | **0.19** | **0.33** | **0.14** | **1.76** | **0.14** |
| Т-статистика (тест средних) | | | | | | | | |
| Англо-саксонское право vs. Континентальное право | -0.03 | 2.16b | -4.65a | 0.05 | 4.48a | -1.14 | 5.24a | 2.82a |
| Англия vs. Франция | -0.11 | 2.25b | -3.87a | -0.19 | 4.14a | -1.98b | 5.13a | 2.99a |

а – значим при 1% уровне, b – значим при 5%.

Источник: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance//National Bureau of Economic Research, 1996, p. 50.

Приложение 2. Оценка защиты прав кредиторов

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Страны** | **Ограничение проведения реструктуризации** | **Невозврат активов** | **Приоритет по выплате** | **Изменение состава совета директоров** | **Резервный капитал** |
| Австралия | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.00 |
| Канада | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.00 |
| Гонконг | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Индия | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Ирландия | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.00 |
| Израиль | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Кения | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Малайзия | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Новая Зеландия | 1 | 0 | 0 | 1 | 0.00 |
| Нигерия | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Пакистан | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Сингапур | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| ЮАР | 1 | 1 | 1 | 1 | 0.00 |
| Таиланд | 0 | 0 | 1 | 1 | 0.10 |
| **Великобритания** | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| США | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.00 |
| Зимбабве | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| **Англо-саксонское право** | **0.71** | **0.29** | **0.94** | **0.76** | **0.01** |
| Аргентина | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.20 |
| Бельгия | 0 | 0 | 1 | 0 | 0.10 |
| Бразилия | 1 | 1 | 0 | 0 | 0.20 |
| Чили | 1 | 1 | 1 | 0 | 0.20 |
| Колумбия | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.50 |
| Эквадор | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.50 |
| Египет | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.50 |
| **Франция** | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.10 |
| Греция | 0 | 1 | 0 | 1 | 0.33 |
| Индонезия | 1 | 0 | 1 | 1 | 0.00 |
| Италия | 1 | 1 | 1 | 0 | 0.20 |
| Мексика | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.20 |
| Нидерланды | 1 | 1 | 1 | 0 | 0.00 |
| Перу | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.20 |
| Филиппины | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.00 |
| Португалия | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.20 |
| Испания | 0 | 0 | 1 | 0 | 0.20 |
| Турция | 1 | 1 | 1 | 0 | 0.20 |
| Уругвай | 0 | 1 | 1 | 1 | 0.20 |
| **Французская система права** | **0.42** | **0.74** | **0.68** | **0.26** | **0.20** |
| T-статистика (тест средних) | | | | | |
| Англо-саксонское право vs. Континентальное право | 1.71 | -2.47 | 1.59 | -4.05 | -5.47 |
| Англия vs. Франция | 1.74 | -2.88 | 2.34 | -3.54 | -5.19 |
| Уровень значимости | 10% | 1% | 5% | 1% | 1% |

Источник: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance//National Bureau of Economic Research, 1996, p. 51.

Приложение 3. Оценка эффективности правоприменения

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Страны** | Эффективность судебной системы | Принцип верховенства права | Коррупция | Риск экспроприации | Риск отмены действия контракта | Оценка бухгалтерских стандартов | ВНП на душу населения |
| Австралия | 10.00 | 10.00 | 8.52 | 9.27 | 8.71 | 75 | 17 500 |
| Канада | 9.25 | 10.00 | 10.00 | 9.67 | 8.96 | 74 | 19 970 |
| Гонконг | 10.00 | 8.22 | 8.52 | 8.29 | 8.82 | 69 | 18 060 |
| Индия | 8.00 | 4.17 | 4.58 | 7.75 | 6.11 | 57 | 300 |
| Ирландия | 8.75 | 7.80 | 8.52 | 9.67 | 8.96 | na | 13 000 |
| Израиль | 10.00 | 4.82 | 8.33 | 8.25 | 7.54 | 64 | 13 920 |
| Кения | 5.75 | 5.42 | 4.82 | 5.98 | 5.66 | na | 270 |
| Малайзия | 9.00 | 6.78 | 7.38 | 7.95 | 7.43 | 76 | 3 140 |
| Новая Зеландия | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 9.69 | 9.29 | 70 | 12 600 |
| Нигерия | 7.25 | 2.73 | 3.03 | 5.33 | 4.36 | 59 | 300 |
| Пакистан | 5.00 | 3.03 | 2.98 | 5.62 | 4.87 | na | 430 |
| Сингапур | 10.00 | 8.57 | 8.22 | 9.30 | 8.86 | 78 | 19 850 |
| ЮАР | 6.00 | 4.42 | 8.92 | 6.88 | 7.27 | 70 | 2 980 |
| Шри Ланка | 7.00 | 1.90 | 5.00 | 6.05 | 5.25 | na | 600 |
| Таиланд | 3.25 | 6.25 | 5.18 | 7.42 | 7.57 | 64 | 2 110 |
| **Великобритания** | 10.00 | 8.57 | 9.10 | 9.71 | 9.63 | 78 | 18 060 |
| США | 10.00 | 10.00 | 8.63 | 9.98 | 9.00 | 71 | 24 740 |
| Зимбабве | 7.50 | 3.68 | 5.42 | 5.61 | 5.04 | na | 520 |
| **Англо-саксонское право** | 8.15 | 6.46 | 7.06 | 7.91 | 7.41 | 70 | 9 353 |
| Аргентина | 6.00 | 5.35 | 6.02 | 5.91 | 4.91 | 45 | 7 220 |
| Бельгия | 9.50 | 10.00 | 8.82 | 9.63 | 9.48 | 61 | 21 650 |
| Бразилия | 5.75 | 6.32 | 6.32 | 7.62 | 6.30 | 54 | 2 930 |
| Чили | 7.25 | 7.02 | 5.30 | 7.50 | 6.80 | 52 | 3 170 |
| Колумбия | 7.25 | 2.08 | 5.00 | 6.95 | 7.02 | 50 | 1 400 |
| Эквадор | 6.25 | 6.67 | 5.18 | 6.57 | 5.18 | na | 1 200 |
| Египет | 6.50 | 4.17 | 3.87 | 6.30 | 6.05 | 24 | 660 |
| **Франция** | 8.00 | 8.98 | 9.05 | 9.65 | 9.19 | 69 | 22 490 |
| Греция | 7.00 | 6.18 | 7.27 | 7.12 | 6.62 | 55 | 7 390 |
| Индонезия | 2.50 | 3.98 | 2.15 | 7.16 | 6.09 | na | 740 |
| Италия | 6.75 | 8.33 | 6.13 | 9.35 | 9.17 | 62 | 19 840 |
| Иордания | 8.66 | 4.35 | 5.48 | 6.07 | 4.86 | na | 1 190 |
| Мексика | 6.00 | 5.35 | 4.77 | 7.29 | 6.55 | 60 | 3 610 |
| Нидерланды | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 9.98 | 9.35 | 64 | 20 950 |
| Перу | 6.75 | 2.50 | 4.70 | 5.54 | 4.68 | 38 | 1 490 |
| Филиппины | 4.75 | 2.73 | 2.92 | 5.22 | 4.80 | 65 | 850 |
| Португалия | 5.50 | 8.68 | 7.38 | 8.90 | 8.57 | 36 | 9 130 |
| Испания | 6.25 | 7.80 | 7.38 | 9.52 | 8.40 | 64 | 13 590 |
| Турция | 4.00 | 5.18 | 5.18 | 7.00 | 5.95 | 51 | 2 970 |
| Уругвай | 6.50 | 5.00 | 5.00 | 6.58 | 7.29 | 31 | 3 830 |
| Венесуэла | 6.50 | 6.37 | 4.70 | 6.89 | 6.30 | 40 | 2 840 |
| **Французская система права** | 6.56 | 6.05 | 5.84 | 7.46 | 6.84 | 51.17 | 7 102 |
| Т-статистика | | | | | | | |
| Англо-саксонское право vs. Континентальное право | 1.27 | -0.77 | 0.39 | -0.46 | -0.51 | 3.12a | -0.94 |
| Англия vs. Франция | 2.65a | 0.51 | 1.79b | 0.90 | 1.06 | 4.66a | 0.85 |

a – значим при 1% уровне, b – значим при 10% уровне.

Источник: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance//National Bureau of Economic Research, 1996, p. 55.

Приложение 4. Оценка концентрации капитала

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Страны** | Концентрация капитала в руках трех крупных акционеров (10 крупных нефинансовых национальных) | | | 10 крупнейших частных компаний | | Рыночная капитализация | |
| Вкл. государство | | Не вкл. государство | Среднее | Медиана | 10 крупных частных компаний + государство | 10 крупных частных компаний |
|  |  | |  |  |  | kkUSD | kkUSD |
| Австралия | 0.32 | | 0.32 | 0.28 | 0.28 | 5 940 | 5 943 |
| Канада | 0.48 | | 0.39 | 0.40 | 0.24 | 3 589 | 3 015 |
| Гонконг | 0.54 | | 0.54 | 0.54 | 0.54 | 4 282 | 4 282 |
| Индия | 0.41 | | 0.38 | 0.40 | 0.43 | 1 558 | 1 721 |
| Ирландия | 0.39 | | 0.39 | 0.39 | 0.36 | 944 | 944 |
| Израиль | 0.49 | | 0.44 | 0.51 | 0.55 | 580 | 428 |
| Кения | na | | na | na | na | 27 | 27 |
| Малайзия | 0.54 | | 0.46 | 0.54 | 0.52 | 4 427 | 2 013 |
| Новая Зеландия | 0.48 | | 0.48 | 0.48 | 0.51 | 1 019 | 1 019 |
| Нигерия | 0.46 | | 0.43 | 0.40 | 0.45 | 39 | 39 |
| Пакистан | 0.45 | | 0.26 | 0.37 | 0.41 | 92 | 49 |
| Сингапур | 0.49 | | 0.49 | 0.49 | 0.53 | 1 637 | 1 637 |
| ЮАР | 0.52 | | 0.52 | 0.52 | 0.52 | 6 238 | 6 238 |
| Шри Ланка | 0.60 | | 0.60 | 0.60 | 0.61 | 4 | 4 |
| Таиланд | 0.46 | | 0.44 | 0.47 | 0.48 | 1 009 | 996 |
| **Великобритания** | 0.22 | | 0.17 | 0.19 | 0.15 | 21 019 | 18 511 |
| США | 0.20 | | 0.20 | 0.20 | 0.12 | 71 650 | 71 650 |
| Зимбабве | 0.54 | | 0.41 | 0.55 | 0.51 | 63 | 28 |
| **Англо-саксонское право** | 0.45 | | 0.41 | 0.43 | 0.42 | 6 895 | 6 586 |
| Аргентина | 0.53 | | 0.50 | 0.53 | 0.55 | 2 908 | 2 185 |
| Бельгия | 0.57 | | 0.48 | 0.54 | 0.62 | 3 539 | 3 467 |
| Бразилия | 0.66 | | 0.31 | 0.57 | 0.63 | 7 378 | 1 237 |
| Чили | 0.48 | | 0.41 | 0.45 | 0.38 | 2 415 | 2 330 |
| Колумбия | 0.63 | | 0.63 | 0.63 | 0.68 | 457 | 457 |
| Эквадор | na | | na | na | na | na | na |
| Египет | 0.70 | | 0.11 | 0.62 | 0.62 | 290 | 104 |
| **Франция** | 0.33 | | 0.22 | 0.34 | 0.24 | 11 713 | 8 914 |
| Греция | 0.69 | | 0.62 | 0.67 | 0.68 | 218 | 163 |
| Индонезия | 0.63 | | 0.53 | 0.58 | 0.62 | 1 366 | 882 |
| Италия | 0.58 | | 0.58 | 0.58 | 0.60 | 3 140 | 3 140 |
| Иордания | na | | na | na | na | 63 | 63 |
| Мексика | 0.64 | | 0.64 | 0.64 | 0.67 | 2 984 | 2 984 |
| Нидерланды | 0.43 | | 0.33 | 0.39 | 0.31 | 8 058 | 6 400 |
| Перу | 0.50 | | 0.47 | 0.56 | 0.57 | 427 | 154 |
| Филиппины | 0.58 | | 0.56 | 0.57 | 0.51 | 867 | 156 |
| Португалия | 0.52 | | 0.52 | 0.52 | 0.59 | 259 | 259 |
| Испания | 0.43 | | 0.34 | 0.51 | 0.50 | 3 184 | 1 256 |
| Турция | 0.61 | | 0.47 | 0.59 | 0.58 | 701 | 477 |
| Уругвай | na | | na | na | na | na | na |
| Венесуэла | na | | na | 0.51 | 0.49 | na | 423 |
| **Французская система права** | 0.56 | | 0.45 | 0.54 | 0.55 | 2 776 | 1 845 |
| Т-статистика | | | | | | | |
| Англо-саксонское право vs. Континентальное право | | -1.05 | 0.12 | -1.1 | -0.91 | 0.69 | 1.00 |
| Англия vs. Франция | | -3.11a | -1.02 | -3.24a | -2.68a | 1.02 | 1.22 |

a – значимо при 1% уровне

Источник: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance//National Bureau of Economic Research, 1996, p. 58.

Приложение 5. Финансовые институты и Теория юридических систем

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **Защита от инсайдеров**  **(0.1-1)** | **Раскрытие информации**  **(0-1)** | **Индекс прав кредиторов**  **(0-4)** | **Взыскание долгов**  **(0-100)** |
| Французское континентальное право | -0.3334a | -0.3298a | -0.8394a | -13.6361b |
| (0.0511) | (0.0577) | (0.2251) | (5.6535) |
| Германское континентальное право | -0.3454a | -0.237b | -0.1714 | -8.8577 |
| (0.0736) | (0.0966) | (0.2579) | (5.8022) |
| Скандинавское континентальное право | -0.382a | -0.2867a | -0.9435c | 5.2707 |
| (0.0642) | (0.0478) | (0.4865) | (5.8212) |
| LN (ВВП на душу населения) | 0.0728a | 0.0618b | 0.2022b | 19.898a |
| (0.0263) | (0.0261) | (0.0875) | (2.7517) |
| Константа | 0.0177 | 0.2102 | 0.6043 | -124.669a |
| (0.2433) | (0.2422) | (0.7560) | (26.9421) |
| Количество наблюдений | 71 | 49 | 130 | 85 |
| R2 | 45% | 0.45 | 18% | 0.57 |

a – значим при 1% уровне, b – при 5% уровне, с – при 10% уровне

Источник: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The Ecnomic Consequences of Legal Origins//Journal of Economic Literature 2008, p. 295.

Приложение 6. Финансовые институты и развитие рынков капитала.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **Капитализация фондового рынка/ВВП** | **LN (Количество фирм/Население)** | **Концентрация собственности** | **Премия за контроль** | **Частный кредит/ВВП (1999-2003)** |
| Защита от инсайдеров | 0.894b | 0.8004c | -0.1277c |  |  |
| (0.3674) | (0.4750) | (0.0724) |  |  |
| Раскрытие информации |  |  |  | -0.3254a |  |
|  |  |  | (0.0807) |  |
| Индекс прав кредиторов |  |  |  |  | 0.0645c |
|  |  |  |  | (0.0336) |
| Взыскание долгов |  |  |  |  | 0.0053a |
|  |  |  |  | (0.0015) |
| LN (ВВП на душу населения) | 0.3204a | 0.9794a | -0.0495b | -0.0273 | 0.2546a |
| (0.0601) | (0.1346) | (0.0200) | (0.0238) | (0.0604) |
| Константа | -2.7604a | -6.9496a | 0.9844a | 0.5524b | -2.1494a |
| (0.5558) | (1.2352) | (0.1761) | (0.2202) | (0.4912) |
| Количество наблюдений | 72 | 72 | 49 | 37 | 85 |
| R2 | 40% | 47% | 20% | 36% | 52% |

a – значим при 1% уровне, b – при 5% уровне, с – при 10% уровне

Источник: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The Ecnomic Consequences of Legal Origins//Journal of Economic Literature 2008, p. 295.

Приложение 7. Государственное регулирование

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Юридическая система** | **Регулирование входа (1999)**  **(0.69-3.0)** | **Регулирование Медиа (1999)**  **(0-1)** |
| Французское континентальное право | 0.6927a | 0.2095a |
| (0.0929) | (0.0834) |
| Германское континентальное право | 0.5224a | 0.11 |
| (0.1206) | (0.0926) |
| Скандинавское континентальное право | -0.1922 | 0.1308b |
| (0.1352) | (0.0555) |
| Ln (ВВП на душу населения) | -0.1963a | -0.1753a |
| (0.0367) | (0.0307) |
| Константа | 3.4367a | 1.6565a |
| (0.3037) | (0.3024) |
| Количество наблюдений | 85 | 95 |
| R2 | 61% | 37% |

a – значим при 1% уровне, b – значим при 5% уровне.

Источник: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The Ecnomic Consequences of Legal Origins//Journal of Economic Literature 2008, p. 296.

Приложение 8. Оценка критерия легкости входа на рынок Франции и Великобритании

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Количество процедур | Налоги | Труд | Проверка | Время | Издержки | Издержки+время | ВВП/Население 1999, USD |
| Великобритания | 5 | 1 | 1 | 3 | 4 | 0.0143 | 0.0303 | 22 640 |
| Франция | 15 | 3 | 1 | 11 | 53 | 0.1430 | 0.3550 | 23 480 |

Источник: Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The regulation of entry//The Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII, 2002, p. 18.

Приложение 9. Влияние государственного регулирования на количество процедур

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Зависимые переменные** | **1** | **2** | **3** |
| Независимость исполнительного директора | -0.1249a |  |  |
| (0.0322) |  |  |
| Ограниченность исполнительной власти |  | -0.1048a |  |
|  | (0.0352) |  |
| Эффективность судебной власти |  |  | -0.3301a |
|  |  | (0.0778) |
| Ln (ВВП/Население), 1999 | -0.0491 | -0.0634b | -0.0087 |
| (0.0331) | (0.0352) | (0.0401) |
| Константа | 3.1782a | 3.204a | 2.8709a |
| (0.2334) | (0.2408) | (0.2586) |
| Количество наблюдений | 84 | 84 | 73 |
| R2 | 0.3178 | 0.2872 | 0.3424 |

a – значим при 1% уровне, b - значим при 10% уровне.

Источник: Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The regulation of entry//The Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII, 2002, p. 32.

Приложение 10. Распределение собственности в области медиа во Франции и Великобритании

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Страна** | **Пресса (кол-во)** | | **Пресса (доля)** | | **ТВ (кол-во)** | | **ТВ (доля)** | |
| **Государство** | **Частный сектор** | **Государство** | **Частный сектор** | **Государство** | **Частный сектор** | **Государство** | **Частный сектор** |
| Великобритания | 0.00 | 1.00 | 0.00 | 1.00 | 0.60 | 0.40 | 0.60 | 0.40 |
| Франция | 0.00 | 1.00 | 0.00 | 1.00 | 0.40 | 0.60 | 0.43 | 0.57 |

Пресса (кол-во), государственная собственность – процент владения газет государством из пяти самых крупных (по тиражу)

Пресса (доля), государственная собственность – рыночная доля газет, находящихся во владении государства в общей доле пяти крупных ежедневных газет (по тиражу).

ТВ (кол-во), государственная собственность – процент владения ТВ станций государством из пяти самых крупных (по телеаудитории).

ТВ (доля), государственная собственность – рыночная доля ТВ станций, находящихся во владении государства в общей доле пяти крупных ТВ станций.

Источник: Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Tatiana Nenova, Andrei Shleifer. Who owns the media?//National Bureau of Economic Research, w/p 8288, 2001, p. 38.

Приложение 11. Структура регулирования финансовой системы Франции

Европейский Союз (EU)

Банк Франции (BDF)

Страхование

Главный управляющий Казначейства

Консультационный комитет по законодательной деятельности и финансовому регулированию (CCLRF)

Фонды обеспечения депозитов (FGDs)

Министерство экономики, финансов и промышленности (MINEFI)

Инвестиционные услуги

Ценные бумаги

Ценные бумаги

Банки

Банковская Комиссия (BC)

Пруденциальный надзор

Защита инвесторов и регулирование рынка

Ведомство по финансовым рынкам (AMF)

Совет финансовых органов (CACESF)

Управление по надзору за страховыми и взаимными фондами (ACAM)

Пруденциальный надзор

Источник: 30 Group of Thirty. The structure of financial supervision. Approaches and Challenges in a Global Market. Washington, DC. 2008, p. 101.

Приложение 12. Органы регулирования финансового рынка Франции и их область регулирования.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Область регулирования** | **Нормотворческая деятельность** | | **Контрольно-надзорная деятельность** | | **Правоприменительная деятельность** | |
| Регистрация проспектов ценных бумаг | AMF | E | AMF | E | AMF | E |
| Размещение ценных бумаг | AMF | | AMF | | AMF | |
| Листинг и текущее раскрытие информации | AMF | E | AMF | E | AMF | E |
| Стандарты корпоративного управления | AMF | | AMF | | AMF | |
| Правонарушения на рынке | Ministry/AMF | | Ministry/AMF | | AMF/C | |
| Торговые правила | AMF | E | AMF | E | AMF | E |
| Регулирование площадок организованной торговли | Ministry/AMF | | Ministry/AMF | | Ministry/AMF | |
| Брокерская деятельность и инвестиционные компании | CECEI/CB | E | CECEI/CB | E | CECEI/CB | E |

AMF – Ведомство по финансовым рынкам (Autorité des marchés financiers); Ministry – Министерство финансов; СВ – банковская комиссия (Commission Bancaire); E - биржа Euronext Paris; CECEI – Комитет по кредитным и инвестиционным организациям(Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement); С – Суды.

Источник: Лекции Ильина Е.В. по предмету «Теория и практика саморегулирования на финансовых рынках», 2012 год.

Приложение 13. Структура регулирования финансовой системы Франции

Комитеты

(Комитет по поглощениям и слияниям, Комитет денежно-кредитной политики и пр.)

Европейский Союз (EU)

Макроэкономическая стабильность

Анализ кризисных тенденций

Оценка рисков

Контроль за соблюдением финансовых нормативов

Управление пруденциального надзора (PRA)

Комитет по финансовой политике

(FPC)

Контроль над пруденциальным надзором

Финансовая стабильность

Банки

Банк Англии (BoE)

Казначейство Её Величества (HMT)

Надзор за финансовыми предприятиями

Защита инвесторов

Управление по финансовому поведению (FCA)

Источник: 30 Group of Thirty. The structure of financial supervision. Approaches and Challenges in a Global Market. Washington, DC. 2008, p. 179.

Приложение 14. Усредненные границы интервалов предпочтений неэффективности рынка для профучастников Франции

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Франция** | | | | | | | |
| Год | a | Min a | b | Max b | t-статистика | p-значение | t крит. |
| 2003 | 0.1890 | 0.1890 | 0.9121 | 1.7910 | -10.0643 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2004 | 0.2090 | 0.2090 | 0.8387 | 1.5480 | -12.3846 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2005 | 0.2150 | 0.2150 | 1.0321 | 1.7330 | -12.0227 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2006 | 0.2040 | 0.2040 | 1.0237 | 1.4570 | -9.6884 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2007 | 0.1890 | 0.1890 | 1.0069 | 3.4100 | -17.2777 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2008 | 0.2270 | 0.2270 | 0.8776 | 1.7720 | -8.1340 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2009 | 0.2170 | 0.2170 | 0.6851 | 1.2170 | -16.1792 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2010 | 0.2120 | 0.2120 | 0.7152 | 1.2980 | -11.4436 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2011 | 0.2140 | 0.2140 | 0.5789 | 0.6590 | -6.3108 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2012 | 0.2300 | 0.2300 | 0.6106 | 1.0140 | -14.2194 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2013 | 0.2220 | 0.2220 | 0.8009 | 1.4580 | -6.0189 | 0.0000 | 2.0452 |

a – начало усредненной границы интервала предпочтений неэффективности рынка.

b – конец усредненной границы интервала предпочтений неэффективности рынка.

Нижние границы совпадают с эмпирическим минимальным состоянием неэффективности рынка. Данные значения были рассчитаны для 5% уровня значимости.

Приложение 15. Усредненные границы интервалов предпочтений неэффективности рынка для профучастников Великобритании

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Великобритания** | | | | | | | | | |
| Год | a | Min a | t-статистика | p-значение | b | Max b | t-статистика | p-значение | t крит |
| 2003 | 0.7716 | 0.3020 | 12.3259 | 0.0000 | 2.2139 | 5.3940 | -10.7703 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2004 | 0.6786 | 0.1110 | 6.1223 | 0.0000 | 5.9913 | 6.5790 | -2.3861 | 0.0120 | 2.0452 |
| 2005 | 0.7002 | 0.6930 | 16.1555 | 0.0000 | 6.6583 | 6.9120 | -1.7951 | 0.0420 | 2.0452 |
| 2006 | 0.1775 | 0.1460 | 3.2474 | 0.0015 | 2.9046 | 5.6370 | -12.8411 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2007 | 1.1251 | 0.5690 | 11.1335 | 0.0000 | 1.3969 | 1.4220 | -3.3664 | 0.0011 | 2.0452 |
| 2008 | 1.2900 | 1.2020 | 5.7560 | 0.0000 | 1.3167 | 1.4110 | -5.8218 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2009 | 0.5829 | 0.5560 | 1.0000 | 0.1630 | 5.0516 | 5.2570 | -1.3974 | 0.0860 | 2.0452 |
| 2010 | 0.6903 | 0.3210 | 25.1304 | 0.0000 | 2.0766 | 3.9710 | -9.4436 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2011 | 1.2812 | 1.1800 | 2.0385 | 0.0250 | 1.5977 | 4.0410 | -16.2790 | 0.0000 | 2.0452 |
| 2012 | 0.6918 | 0.3640 | 7.0367 | 0.0000 | 5.1171 | 6.1100 | -3.1910 | 0.0017 | 2.0452 |
| 2013 | 0.4570 | 0.4570 | 5.3852 | 0.0000 | 1.6830 | 1.7350 | -2.5900 | 0.0074 | 2.0452 |

a – начало усредненной границы интервала предпочтений неэффективности рынка.

b – конец усредненной границы интервала предпочтений неэффективности рынка. Данные значения были рассчитаны для 5% уровня значимости.

1. PWC Выбор биржи для листинга. Обзор фондовых бирж, Москва, 2012, стр. 7 [↑](#footnote-ref-1)
2. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The Economic Consequences of Legal Origins//Journal of Economic Literature 2008. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance//National Bureau of Economic Research, 1996. Simeon Djankova, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The regulation of entry//The Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII, 2002. Djankov S., McLiesh C., Nenova T., Shleifer A. Who owns the media? // National Bureau of Economic Research, w/p 8288, 2001. [↑](#footnote-ref-2)
3. Официальный сайт Банка Англии. [Интернет ресурс]: [http://www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/default.aspx) (Дата обращения 08.05.2013). Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]: [http://www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/history/the-milestones/1800-creation-of-the-banque-de-france.html) (Дата обращения 07.05.2013). Официальный сайт Комитета по поглощениям и слияниям. [Интернет ресурс]: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/> (Дата обращения 08.05.2013). Официальный сайт Правительства Великобритании. [Интернет ресурс]: [http://www.legislation.gov.uk](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/35/contents) (Дата обращения 11.05.201). Официальный сайт AMF. [Интернет ресурс]: [http://www.amf-france.org](http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0) (Дата обращения 07.05.2013). Официальный сайт FCA. [Интернет ресурс]: [http://www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk/about/what) (Дата обращения 07.05.2013). Официальный сайт FSA. [Интернет ресурс]: [http://www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk/about/who/history) (Дата обращения 07.05.2013) [↑](#footnote-ref-3)
4. Ильин Е.В. Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка//Экономический журнал ВШЭ, Т.16, №2, 2012. Kullback S., Leibler R.A. On information and Sufficiency//The Annals of Mathematical Statistics, Vol. 22, No. 1, 1951. [↑](#footnote-ref-4)
5. Официальный сайт издания Торгово-промышленной палаты РФ «Торгово-промышленные Ведомости». [Интернет ресурс]: [http://www.tpp-inform.ru](http://www.tpp-inform.ru/global/3328.html) (Дата обращения 08.05.2013). Официальный сайт Bloomberg [Интернет ресурс]: <http://www.bloomberg.com> (Дата обращения 08.05.2013) [↑](#footnote-ref-5)
6. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The Economic Consequences of Legal Origins//Journal of Economic Literature 2008, p. 289. [↑](#footnote-ref-6)
7. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance//National Bureau of Economic Research, 1996, p. 9. [↑](#footnote-ref-7)
8. Там же, стр. 4. [↑](#footnote-ref-8)
9. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 292. [↑](#footnote-ref-9)
10. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 2. [↑](#footnote-ref-10)
11. Там же, стр. 4. [↑](#footnote-ref-11)
12. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 16 [↑](#footnote-ref-12)
13. Там же. [↑](#footnote-ref-13)
14. Там же. [↑](#footnote-ref-14)
15. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 50. [↑](#footnote-ref-15)
16. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 22. [↑](#footnote-ref-16)
17. Там же. [↑](#footnote-ref-17)
18. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 25. [↑](#footnote-ref-18)
19. Там же, стр. 5. [↑](#footnote-ref-19)
20. Там же, стр. 28. [↑](#footnote-ref-20)
21. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 28. [↑](#footnote-ref-21)
22. Там же, стр. 32. [↑](#footnote-ref-22)
23. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The Economic Consequences of Legal Origins//Journal of Economic Literature 2008, p. 292. [↑](#footnote-ref-23)
24. Там же, стр. 293. [↑](#footnote-ref-24)
25. Там же, стр. 294. [↑](#footnote-ref-25)
26. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 294. [↑](#footnote-ref-26)
27. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 7. [↑](#footnote-ref-27)
28. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 286. [↑](#footnote-ref-28)
29. Simeon Djankova, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. The regulation of entry//The Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII, 2002, p. 35. [↑](#footnote-ref-29)
30. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 286. [↑](#footnote-ref-30)
31. Там же. [↑](#footnote-ref-31)
32. Там же, стр. 293. [↑](#footnote-ref-32)
33. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 294. [↑](#footnote-ref-33)
34. Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 2. [↑](#footnote-ref-34)
35. Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 33. [↑](#footnote-ref-35)
36. Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Tatiana Nenova, Andrei Shleifer. Who owns the media? // National Bureau of Economic Research, w/p 8288, 2001, p. 1. [↑](#footnote-ref-36)
37. Eugene F. Fama. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work // Journal of Finance, Vol. 25, p.383. [↑](#footnote-ref-37)
38. Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Tatiana Nenova, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 2. [↑](#footnote-ref-38)
39. Там же. [↑](#footnote-ref-39)
40. Там же, стр. 29. [↑](#footnote-ref-40)
41. Группа Тридцати – это международная некоммерческая организация, которая объединяет под собой финансистов и экономистов с целью глубокого изучения международной экономики и финансовых вопросов, реакции мирового сообщества на принимаемые государством и частными лицами решения, а также исследование возможных вариантов развития событий на финансовых рынках. [Интернет ресурс]: <http://www.group30.org/index.shtml> (дата обращения 01.05.2013) [↑](#footnote-ref-41)
42. 30 Group of Thirty. The structure of financial supervision. Approaches and Challenges in a Global Market. Washington, DC. 2008, p. 23 [↑](#footnote-ref-42)
43. Саморегулируемая организация – добровольное объединение участников отрасли для реализации цели регулирования. (Лекции Ильина Е.В. по предмету «Теория и практика саморегулирования на финансовых рынках», 2012 год.) [↑](#footnote-ref-43)
44. John Carson. Self-Regulation in Securities Markets. The World Bank. 2011, p. 17. [↑](#footnote-ref-44)
45. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Указ. соч., стр. 20. [↑](#footnote-ref-45)
46. 30 Group of Thirty. Указ. соч., стр. 96. [↑](#footnote-ref-46)
47. 30 Group of Thirty. Указ. соч., стр. 96. [↑](#footnote-ref-47)
48. Там же. [↑](#footnote-ref-48)
49. Там же, стр. 28. [↑](#footnote-ref-49)
50. Там же, стр. 97. [↑](#footnote-ref-50)
51. 30 Group of Thirty. Указ. соч, стр. 99. [↑](#footnote-ref-51)
52. Там же, стр. 28. [↑](#footnote-ref-52)
53. 30 Group of Thirty. Указ. соч., стр. 28. [↑](#footnote-ref-53)
54. Там же, стр. 100. [↑](#footnote-ref-54)
55. Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]: <http://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/history/the-milestones/1800-creation-of-the-banque-de-france.html> (Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-55)
56. Там же. [↑](#footnote-ref-56)
57. Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]:<http://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/history/the-milestones/1973-rewriting-the-banks-statutes.html> (Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-57)
58. Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]: <http://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/history/the-milestones/1998-entering-the-european-system-of-central-banks.html>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-58)
59. Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]: <http://www.acp.banque-france.fr/accueil.html>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-59)
60. Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]: <http://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/history/the-milestones/the-banque-de-france-and-the-escb/regulating-and-supervising-the-banking-system-and-investment-firms/the-banking-commission.html>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-60)
61. Там же. [↑](#footnote-ref-61)
62. Официальный сайт Банка Франции. [Интернет ресурс]: <http://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/history/the-milestones/the-banque-de-france-and-the-escb/regulating-and-supervising-the-banking-system-and-investment-firms/the-banking-commission.html>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-62)
63. 30 Group of Thirty. Указ. соч., стр. 28. [↑](#footnote-ref-63)
64. Там же, стр. 99. [↑](#footnote-ref-64)
65. Официальный сайт AMF. [Интернет ресурс]: <http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-65)
66. Gadinis, Stavros and Jackson, Howell E., Markets as Regulators: A Survey (June 1, 2007)//Southern California Law Review, Vol. 80, 2007, p. 1301. [↑](#footnote-ref-66)
67. 30 Group of Thirty. Указ. соч., стр. 28. [↑](#footnote-ref-67)
68. Официальный сайт AMF. [Интернет ресурс]: <http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-68)
69. Официальный сайт AMF. [Интернет ресурс]: <http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-69)
70. Там же [↑](#footnote-ref-70)
71. Gadinis, Stavros and Jackson, Howell E. Указ. соч., стр. 1304. [↑](#footnote-ref-71)
72. Там же, стр. 1306. [↑](#footnote-ref-72)
73. Gadinis, Stavros and Jackson, Howell E. Указ. соч., стр. 1302. [↑](#footnote-ref-73)
74. Официальный сайт группы NYSE Euronext. [Интернет ресурс]: <http://www.nyx.com/en/who-we-are/company-overview>(Дата обращения 7.05.2013) [↑](#footnote-ref-74)
75. Gadinis, Stavros and Jackson, Howell E. Указ. соч., стр. 1302. [↑](#footnote-ref-75)
76. Там же, стр. 1303. [↑](#footnote-ref-76)
77. 30 Group of Thirty.Указ. соч, стр. 176. [↑](#footnote-ref-77)
78. Там же. [↑](#footnote-ref-78)
79. Там же. [↑](#footnote-ref-79)
80. E. K. Clemons and B.W. Weber. London’s Big Bang: A Case Study of information Technology, Competitive Impact, and Organizational Change//Journal of Management Information System, Vol. 6, No. 4, 1990, p. 41. [↑](#footnote-ref-80)
81. Там же, стр. 43. [↑](#footnote-ref-81)
82. 30 Group of Thirty. Указ. соч, стр. 28. [↑](#footnote-ref-82)
83. Официальный сайт FSA. [Интернет ресурс]: <http://www.fsa.gov.uk/about/who/history>(Дата обращения 8.05.2013) [↑](#footnote-ref-83)
84. 30 Group of Thirty. Указ. соч, стр. 177 [↑](#footnote-ref-84)
85. Официальный сайт Bloomberg. . [Интернет ресурс]:<http://www.bloomberg.com/news/2013-04-01/u-k-replaces-failed-fsa-with-prudential-regulatory-authority.html>(Дата обращения 8.05.2013) [↑](#footnote-ref-85)
86. Официальный сайт издания Торгово-промышленной палаты РФ «Торгово-промышленные Ведомости». . [Интернет ресурс]: <http://www.tpp-inform.ru/global/3328.html>(Дата обращения 8.05.2013) [↑](#footnote-ref-86)
87. Официальный сайт Bloomberg. . [Интернет ресурс]:<http://www.bloomberg.com/news/2013-04-01/u-k-replaces-failed-fsa-with-prudential-regulatory-authority.html>(Дата обращения 8.05.2013) [↑](#footnote-ref-87)
88. Официальный сайт издания Торгово-промышленной палаты РФ «Торгово-промышленные Ведомости». . [Интернет ресурс]: <http://www.tpp-inform.ru/global/3328.html>(Дата обращения 8.05.2013) [↑](#footnote-ref-88)
89. Официальный сайт FSA. [Интернет ресурс]: <http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/reg_reform/index.shtml> (Дата обращения 08.05.2013) [↑](#footnote-ref-89)
90. Официальный сайт FSA. [Интернет ресурс]: <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2012/012.shtml> (Дата обращения 08.05.2013) [↑](#footnote-ref-90)
91. 30 Group of Thirty. Указ. соч., стр. 178. [↑](#footnote-ref-91)
92. Официальный сайт Банка Англии. [Интернет ресурс]: <http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/default.aspx>(Дата обращения 08.05.2013) [↑](#footnote-ref-92)
93. 30 Group of Thirty. Указ. соч., стр. 180 [↑](#footnote-ref-93)
94. Официальный сайт Банка Англии. [Интернет ресурс]: <http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/default.aspx>(Дата обращения 08.05.2013) [↑](#footnote-ref-94)
95. E. Murphy, S. Senior. Changes to the Bank of England, Quarterly Bulletin, 2013, p. 27 [↑](#footnote-ref-95)
96. Официальный сайт издания Торгово-промышленной палаты РФ «Торгово-промышленные Ведомости». [Интернет ресурс]: <http://www.tpp-inform.ru/global/3328.html>(Дата обращения 08.05.2013) [↑](#footnote-ref-96)
97. Официальный сайт Банка Англии. [Интернет ресурс]: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/default.aspx>(Дата обращения 08.05.2013) [↑](#footnote-ref-97)
98. Bank of England. The Financial Policy Committee’s powers to supplement capital requirements. A Draft Policy Statement, 2013, p. 5. [↑](#footnote-ref-98)
99. Там же, стр.7. [↑](#footnote-ref-99)
100. E. Murphy, S. Senior. Указ. соч., стр. 22. [↑](#footnote-ref-100)
101. E. Murphy, S. Senior. Указ. соч., стр. 20. [↑](#footnote-ref-101)
102. Там же, стр. 26. [↑](#footnote-ref-102)
103. Официальный сайт FCA. [Интернет ресурс]: <http://www.fca.org.uk/about/what> (Дата обращения 05.05.2013) [↑](#footnote-ref-103)
104. Официальный сайт Комитета по поглощениям и слияниям. [Интернет ресурс]: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>(Дата обращения 05.05.2013) [↑](#footnote-ref-104)
105. E. Murphy, S. Senior. Указ. соч., стр. 21 [↑](#footnote-ref-105)
106. Официальный сайт Банка Англии. [Интернет ресурс]: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/overview.aspx>(Дата обращения 05.05.2013) [↑](#footnote-ref-106)
107. Там же. [↑](#footnote-ref-107)
108. Е.В. Ильин. Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка//Экономический журнал ВШЭ, Т.16, №2, 2012, стр. 267. [↑](#footnote-ref-108)
109. Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Tatiana Nenova, Andrei Shleifer. Указ. соч., стр. 1. [↑](#footnote-ref-109)
110. Eugene F. Fama. Указ. соч., стр. 383. [↑](#footnote-ref-110)
111. Н.П. Тихомиров, Е.Ю. Доронина, Эконометрика, Москва 2002, стр. 332. [↑](#footnote-ref-111)
112. К. Доугерти. Введение в эконометрику: Пер. с англ., Москва, 1999, стр.82. [↑](#footnote-ref-112)
113. E. F. Fama. Указ. соч., стр. 383. [↑](#footnote-ref-113)
114. Е.В. Ильин. Указ. соч., стр. 267. [↑](#footnote-ref-114)
115. Там же, стр. 268. [↑](#footnote-ref-115)
116. Там же, стр. 268. [↑](#footnote-ref-116)
117. Там же, стр. 268. [↑](#footnote-ref-117)
118. Е.В. Ильин. Указ соч., стр. 267. [↑](#footnote-ref-118)
119. САС 40 – фондовый индекс Франции, базирующийся на курсах акций 40 крупнейших компаний, торгующихся на бирже Euronext Paris. [Интернет ресурс]: <https://indices.nyx.com/en/products/indices/FR0003500008-XPAR>(Дата обращения 11.05.2013) [↑](#footnote-ref-119)
120. FTSE 100 – индекс Лондонской фондовой биржи, базирующийся на курсах акций 100 компаний с наибольшей капитализацией, которые составляют примерно 80% фондового рынка Великобритании. [Интернет ресурс]: <http://www.ftse.com/objects/csv_to_table.jsp?infoCode=100a&theseFilters=&csvAll=&theseColumns=Mw==&theseTitles=&tableTitle=FTSE%20100%20Index%20Constituents&p_encoded=1>(Дата обращения 11.05.2013) [↑](#footnote-ref-120)
121. Н.П. Тихомиров, Е.Ю. Доронина. Указ. соч., стр. 257. [↑](#footnote-ref-121)
122. Н.И. Берзон, Е.А. Буянова, М.А. Кожевников, А.В. Чаленко. Фондовый рынок. Москва, 1998 г., стр. 306 [↑](#footnote-ref-122)
123. Е.В. Ильин. Указ. соч., стр. 268. [↑](#footnote-ref-123)
124. Jonathan Fisher QC, ed. by Ted Sumpster. Fighting Fraud and Financial Crime. A new architecture for the investigation and prosecution of serious fraud, corruption and financial market crime. 2010, p. 10. [↑](#footnote-ref-124)
125. Официальный сайт Правительства Великобритании. [Интернет ресурс]: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/35/contents>(Дата обращения 12.05.2013) [↑](#footnote-ref-125)
126. LIBOR (London Interbank Offered Rate) – усредненная ставка предложения кредитных ресурсов на Лондонском межбанковском рынке. (Н.И. Берзон. Рынок ценных бумаг. 2012, стр. 8) [↑](#footnote-ref-126)
127. Официальный сайт Bloomberg. [Интернет ресурс]: <http://www.bloomberg.com/video/barclays-pays-453m-to-settle-libor-probes-bYAAec3CQyOl8ZL_2VtWdg.html>(Дата обращения 12.05.2013) [↑](#footnote-ref-127)
128. PWC Выбор биржи для листинга. Обзор фондовых бирж, Москва, 2012, стр. 7 [↑](#footnote-ref-128)
129. TheCityUK. Financial markets series. Foreign exchange, 2012, p. 3. [↑](#footnote-ref-129)