

<https://doi.org/10.22363/2313-2337-2022-26-1-129-148>

Научная статья

Защита интересов розничного инвестора в США, Китае и России: на примере брокерской деятельности

А.А. Бикташев  

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
г. Москва, Российская Федерация;
Банк России, г. Москва, Российская Федерация;
Масариков университет, г. Брно, Чешская Республика
 abiktshv@hse.ru

Аннотация. Основными целями при регулировании брокерской деятельности являются обеспечение защиты интересов клиентов брокеров при минимизации регуляторной нагрузки. В настоящий момент в связи с перетоком активов населения на рынок ценных бумаг Банк России активно развивает прямые инструменты защиты интересов инвесторов, в том числе механизм квалификации инвесторов. Однако его эффективность ставится под сомнение экспертным и профессиональным сообществом. Для оценки результатов применения прямых и косвенных инструментов регулирования, направленных на защиту розничных инвесторов, проведен сравнительный анализ регуляторной политики в данной сфере в странах, имеющих наиболее развитый финансовый рынок. По результатам анализа регулирования в США и Китае установлено использование ими инструментов как прямого, так и косвенного регуляторного воздействия. Несмотря на наличие отличий в регулировании в обоих случаях акцент в регулировании сделан на непрямые меры воздействия. Прямые запреты на доступ к финансовым инструментам определенных категорий инвесторов в рассмотренных странах не применяются. Также отмечено, что несмотря на применение в России отдельных мер, аналогичных непрямому регулированию в США и Китае, их реализация зачастую осуществляется недостаточно качественно, что снижает результативность таких мер.

Ключевые слова: регулирование брокерской деятельности, риски брокерской деятельности, защищенность инвесторов, умное регулирование, оптимизация регуляторной нагрузки

Конфликт интересов. Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Дата поступления в редакцию: 5 сентября 2021 г.

Дата принятия к печати: 15 января 2022 г.

Для цитирования:

Бикташев А.А. Защита интересов розничного инвестора в США, Китае и России: на примере брокерской деятельности // RUDN Journal of Law. 2022. Т. 26. № 1. С. 129—148. <https://doi.org/10.22363/2313-2337-2022-26-1-129-148>

<https://doi.org/10.22363/2313-2337-2022-26-1-129-148>

Research Article

Protecting the interests of a retail investor in the United States, China and Russia: the example of brokerage

Ainur A. Biktashev  

National Research University Higher School of Economics, *Moscow, Russian Federation*;
Bank of Russia, *Moscow, Russian Federation*;
Masaryk University, *Brno, Czech Republic*
 abiktshv@hse.ru

Abstract. The main objectives in regulating brokerage activities are to ensure the interests of brokers' clients while minimizing the regulatory burden. At the moment, in connection with the flow of households' assets to the securities market, the Bank of Russia is actively developing direct tools to protect the interests of investors, including the mechanism for qualifying investors. However, its effectiveness is questioned by the expert and professional community. To assess the results of the use of direct and indirect regulatory instruments aimed at protecting retail investors, a comparative analysis of the regulatory policy in this area in countries with the most developed financial markets was carried out. Based on the results of the analysis of regulation in the United States and China, it was established that they used tools of both direct and indirect regulatory impact. Despite the differences in regulation in both cases, the emphasis in regulation is placed on indirect measures of influence. Direct bans on access to financial instruments for certain categories of investors in the countries under consideration are not applied. It was also noted that despite applying certain measures in Russia, similar to the indirect regulation in the United States and China, their implementation is often sufficient, which reduces their effectiveness.

Key words: regulation of brokerage activities, risks of brokerage activities, protection of investors, smart regulation, optimization of the regulatory load

Conflicts of interest. The author declares no conflict of interest.

Article received 5th September 2021

Article accepted 15th January 2022

For citation:

Biktashev, A.A. (2022) Protecting the interests of a retail investor in the United States, China and Russia: the example of brokerage. *RUDN Journal of Law*. 26 (1), 129—148. (in Russian). <https://doi.org/10.22363/2313-2337-2022-26-1-129-148>

Введение

Наличие развитого финансового рынка является залогом стабильного экономического роста в стране. Благодаря нему обеспечивается наличие источников финансирования, сохранение и привлечение капитала в экономику страны,

инвестирование и преумножение средств населением. Поэтому регулирование финансового рынка является важным аспектом деятельности органов публичного управления.

Основными организациями, посредством которых осуществляется доступ физических и юридических лиц к рынку ценных бумаг, выступают брокерские организации. На сегодняшний день в сфере регулирования работы брокеров действует порядка 60 нормативных актов. Вместе с тем в научном (Abramov, Radygin & Chernova, 2014); Alifanova & Yevlakhova, 2011) и профессиональном сообществе¹ регулярно звучат заявления о несовершенстве имеющегося действующего регулирования. На практике данный тезис подтверждают как тенденция постоянного снижения официальных доходов брокеров, так и факты значительного количества аннулирования лицензий на осуществление брокерской деятельности (Рисунок 1). При этом в подобных случаях клиенты брокеров часто не получают внесенные денежные средства. Показателен пример того, как клиенты банка Траст, приобретавшие кредитные ноты (на общую сумму около 20 млрд руб.), оказались незащищенными при санации банка в 2015 г. А клиенты компании МФЦ (в основном физические лица) лишились ценных бумаг на сумму не менее 200 млн руб. в результате незаконного списания ценных бумаг с их счетов.

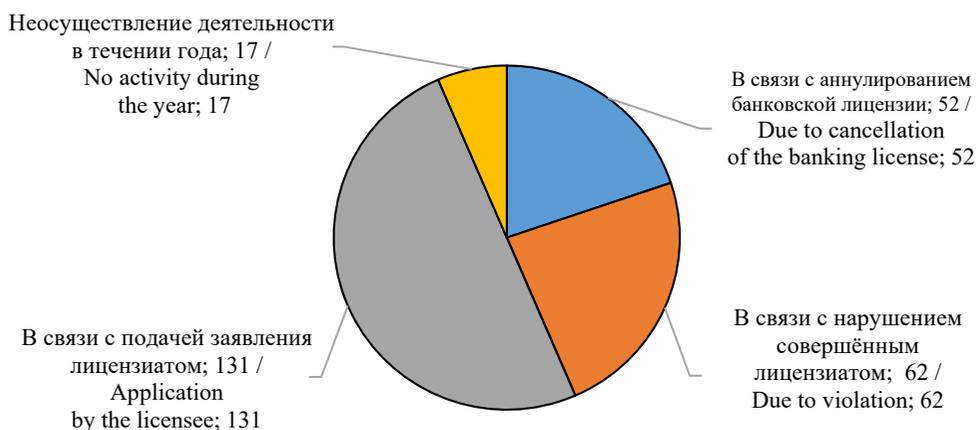


Рис. 1. Структура основания аннулирования брокерских лицензий в 2017—2019 гг. /

Fig. 1. Structure of grounds for cancellation of brokerage licenses in 2017—2019

Источник: составлен автором на основе Реестра аннулированных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг

Соответственно, важнейшей защищаемой общественной ценностью регулирования брокерской деятельности является защита средств инвесторов. При этом защита не должна создавать избыточные издержки, которые будут снижать выгоды от инвестирования в рынок ценных бумаг. Так, реализуемыми на данный

¹ Проактивный надзор ЦБР дорого обходится участникам рынка // Reuters. 30.01.2019; Финансовый рынок выбрал нормы для «регуляторной гильотины» ЦБ // РБК. 03.10.2019

момент документами стратегического развития финансового рынка² отмечена необходимость оптимизации регулирования с целью снижения нагрузки на поднадзорные организации. Помимо этого, механизм реализуемой на данный момент российским правительством «регуляторной гильотины» (Golodnikova, Efremov & Tsygankov, 2021) затронул регулирование, разрабатываемое Банком России, который также сейчас рассматривает возможность ликвидации излишних требований.

Вместе с тем в связи с резким ростом в 2020—2021 гг. количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги³, регулятором была предложена новая мера ограничения рисков (неквалифицированных) инвесторов. Согласно предлагаемым изменениям нормативного регулирования деятельности брокеров предлагается ограничить возможности инвестирования неквалифицированных инвесторов. Несмотря на то, что инструмент квалификации инвесторов применяется на данный момент, наряду с совокупностью иных мер прямого регулирования, предлагаемая модель требует более сложных процедур оценки квалификации, а также сужает перечень инструментов, доступных неквалифицированному инвестору⁴. Разработка и обсуждение данных изменений повлекли волну критики со стороны представителей СРО на финансовом рынке и экспертов данной области⁵, которые отмечали избыточность директивных регуляторных мер и возможность использования в рамках регулирования более мягких инструментов.

В описанных условиях более явной становится проблема недостаточного качества регулирования, обеспечивающего защиту клиентов брокеров.

Данная проблема, лежащая в рамках правового и правоприменительного взаимодействия государства и бизнеса, также имеет теоретический аспект. В теории регулирования подход «smart regulation» направлен на решение проблемы совершенствования регулирования с целью устранения провалов рынка при одновременном сохранении достаточной свободы деятельности его участников. Для этого подход предлагает осуществлять разработку и внедрение регуляций на основе принципов прозрачности и гибкости аналитических методов обоснования, верифицируемых данных (Jones & Zeitz, 2019). При этом подход не дает понимания того, всегда ли прямые регуляции в результате оказывают планируемое воздействие, как разные инструменты регулирования и их комбинации могут влиять на один объект регулирования, какие инструменты

² Стратегия экономической безопасности Российской Федерации до 2030 г., утвержденная Указом Президента Российской Федерации от 13.05.2017 г. № 208.

Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов // Банк России. 2019.

³ Согласно данным Московской биржи за 2020 г. количество клиентов, имеющих брокерские счета, выросло в 2,4 раза: с 3,9 млн до 9,5 млн человек; согласно данным НАУФОР объем средств частных клиентов на фондовом рынке за 2020 г. вырос в 1,8 раза: с 3,4 трлн рублей до 6 трлн рублей.

⁴ Государственная Дума РФ приняла во втором чтении законопроект о защите неквалифицированных розничных инвесторов // Банк России. 2020. Режим доступа: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=6918> (дата обращения: 11.10.2021).

⁵ ЦБ на два года ограничит инвесторам доступ к рискованным активам // Ведомости. 2020. Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/12/27/852665-ogranichit-investoram> (дата обращения: 06.10.2021).

регулирующие являются наиболее эффективными с учетом издержек, которые они влекут для участников рынка?

Относительно проблемы повышения качества публичного управления при снижении нагрузки на объекты регулирования говорит также подход «Behavioral Public Administration», выросший из поведенческой экономики (Grimmelikhuijsen, Jilke, Olsen & Tummers, 2017). Он предлагает учитывать поведение людей при принятии решений органами власти. Реализуемые в рамках него меры государственного воздействия (получившие название «nudging») не устанавливают непосредственные требования, а лишь стимулируют к определенному поведению. Его сторонники апеллируют к тому, что цели регулирования достигаются без излишней нагрузки на бизнес. Однако, предлагая данный альтернативный инструмент непрямого регулирования, подход не учитывает, какие издержки несет бизнес от таких мер, а также не отвечает на вопрос всегда ли можно заменить инструменты прямого регулирования непрямыми мерами?

Решение описанной проблемы способствует как решению данных теоретических вопросов, так и совершенствованию регулирования на практике. В данный момент в силу снижения темпов экономического роста население заинтересовано в наличии возможности сбережения и увеличения капитала с помощью инструментов финансового рынка. Сами участники рынка также заинтересованы в формировании прозрачных и недорогих для исполнения «правил игры». О готовности общества к таким изменениям свидетельствует дискуссия, развернувшаяся вокруг предложений по ограничению доступа на рынок неквалифицированных инвесторов. Противостояние данной инициативе показало неготовность брокеров мириться с уменьшением возможностей для работы, а населения — с лишением доступа к финансовым услугам.

Для решения проблемы недостаточного качества регулирования защиты клиентов брокеров необходимо ответить на вопросы о том, какое воздействие оказывают имеющиеся и предлагаемые прямые инструменты регулирования на защищенность розничных инвесторов и есть ли более эффективные инструменты регулирования?

Для ответа на эти вопросы потребовалось проверить следующие гипотезы:

H1: применяемые в данный момент и предлагаемые прямые регуляции в отношении брокеров способствуют повышению защищенности инвесторов.

Данное предположение основывается на подходе «smart regulation», однако предлагается анализировать влияние уже реализованных мер регулирования. Проверка гипотезы обоснует необходимость учитывать не только нагрузку, но и обеспечение цели регулирования, а также позволит установить качество имеющегося регулирования.

H2: альтернативные механизмы поведенческого воздействия на брокеров с целью защиты интересов их клиентов менее эффективны чем инструменты прямого регулирования.

Данное предположение основывается на подходе «Behavioral Public Administration», который говорит о том, что поведенческое регулирование всегда ведет к снижению нагрузки. Проверка гипотезы позволит оценить данное утверждение, а также определить целесообразность разработки мер непрямого регулирования.

Исходные предпосылки. Обзор литературы

Изучение регулирования в науке государственного управления существовало уже с момента ее обособления от иных социальных дисциплин. Новый виток исследовательских работ был запущен с возникновением в 1998 г. теоретического подхода *smart regulation*, в рамках которого изучались частные случаи регулирования в различных контекстах. Оценка воздействия инструментов регулирования и поиск наиболее эффективных из них часто становится объектом рассмотрения исследователей государственного управления. При этом изучаемые авторами проблемы и проверяемые гипотезы порой коррелируют с предложенными нами в данной работе.

Наиболее часто рассматриваемой гипотезой в рамках таких работ выступает основная гипотеза нашего исследования Н1 о необеспечении регуляциями целей, для достижения которых они были разработаны или разрабатываются. При этом указанные работы можно разделить на группы в соответствии с методом, на основании которого осуществляется проверка гипотезы.

Первая группа исследователей подтверждает свои предположения с помощью верификационных методов. Так, отечественные исследователи А.А. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Чернова, а также Е. Jones и А. Zeitz используют в своих работах эконометрические регрессионные модели для оценки соответствия применяемого регулирования страновым факторам. И.В. Ларионова для оценки регулирования также рассматривает статистические данные, но не без применения эконометрических моделей (Larionova, 2014). В рассмотренных работах указанные методы используются для оценки в целом модели регулирования, а не конкретных мер / решений. Вместе с тем верификационные методы применимы для проверки гипотезы Н1, однако в силу ограниченности доступных данных по тематике исследования, их применение представляется нецелесообразным.

Другая группа исследований использует для проверки гипотезы фальсификационные методы (чаще всего кейс-стади). При этом, как и в случае с верификационным методом, авторы часто рассматривают модель регулирования в целом и/или ее отдельных компонентов (Spendzharova, 2016; Quaglia, 2019; Lall, 2015; Baker, 2010). Все указанные исследования подтверждают несоответствие применяемых регуляторных моделей целям их реализации.

Также на основе кейс-стади оценивается соответствие целям из разработки отдельных регуляций. Некоторые авторы заявляют о несоответствии регулирования его целям (Kastner, 2014; Finlayson, 2009). Вместе с тем другие ученые, напротив, говорят о достижении целей внедренного метода непрямого регулирования по большинству рассматриваемых показателей (Makarova et al., 2019; Fransen & Burgoon, 2012).

Третья группа исследований, рассматривающих соответствие результата регулирования целям его применения, основывается на методе системно-логического анализа. С помощью данного метода рассмотрен глобальный уровень регулирования (Wolff, 2019; Rixen, 2013; Baker, 2010; Zhao, Ke & Yi, 2020). В отдельных случаях на основе системно-логического анализа исследуются

отдельные аспекты регулирования. На это направлены работы Abbott K.W., Levi-Faur D., Snidal D., а также Bernstein S., Ven H. В целом метод системно-логического анализа, на наш взгляд, применим для оценки достижения целей регулирования по защите прав инвесторов путем рассмотрения существующих результатов реализации наборов регуляторных инструментов.

Менее часто встречается, но все же является объектом изучения обширного ряда работ гипотеза о повышении качества регуляторного воздействия вследствие замены инструментов прямого регулирования. Исследования, рассматривающие гипотезы, схожие с поставленной нами гипотезой H2, также можно сгруппировать в соответствии с применяемыми исследовательскими методами.

Первая группа исследований отличается применением комбинации из верификационных и фальсификационных методов для проверки гипотез. Практически во всех работах, отнесенных к данной группе, используется анализ статистических данных (в том числе с использованием эконометрических инструментов), а также сравнение кейсов, кроме того в отдельных случаях добавляются методы интервью и юридического анализа (Pastushenko & Zemtsova, 2017; DeMenno, 2019; Grossman & Woll, 2014; Redert, 2020; Abbott & Snidal, 2000; Horner, 2019). При этом основным инструментом для оценки воздействия в перечисленных исследованиях выступает анализ статистических данных. Рассматриваемые авторами проблемы, как правило, носят масштабный и общий характер, а не конкретный и точный, как в нашем исследовании, поэтому логично использование в работе фальсификационного метода.

Вторая группа исследований, рассматривающих влияние изменения регулирования на фактическое регуляторное воздействие, опирается на фальсификационные методы доказательства. Метод анализа кейсов лежит в основе работ следующих авторов: C. Dunlop и др., Overdevest C., Zeitlin J., Browne J., Stellinga B., Mügge D., Mennillo G., Roy S., Baker A. (Dunlop et al., 2012; Overdevest & Zeitlin, 2014; Browne, 2020; Stellinga & Mügge, 2017; Mennillo & Roy, 2014; Baker, 2010, 2018).

Кроме того, многие исследования реализуются на основе комбинирования метода изучения кейсов и компаративистики. Данная методология используется для оценки моделей регулирования в целом (Quaglia, 2019; Stellinga, 2020). При этом рассматривают и делают выводы в отношении конкретных инструментов регулирования (Underhill & Zhang, 2008; Campbell-Verduyn et al, 2017).

Как мы видим, в описанных исследованиях метод проверки гипотезы различается. Для обоснования гипотез используются как статистические методы, так и метод кейс-стади, при этом обособленное применение статистического анализа используется редко из-за необходимости его обоснования качественными методами. На наш взгляд, в силу необходимости учета опыта других отраслей и стран при несопоставимости статистических данных, а также с учетом рассмотрения не отдельных примеров, обусловленных локальными особенностями, а универсальных комплексов мер в нашем исследовании целесообразно применение компаративистского анализа для проверки последней гипотезы.

Методология исследования

По результатам рассмотрения имеющихся исследований было решено использовать в рамках работы системно-логический метод исследования. В рамках него рассматриваются примеры успешного регулирования финансового рынка, способствовавшего развитию и конкурентности рынка при обеспечении защиты прав инвесторов. Детальное изучение опыта регулирования, направленного на обеспечение защиты прав инвесторов, позволяет определить методы и инструменты, применяемые наиболее эффективными регуляторами, а также оценить результаты использования таких инструментов / методов.

На основе сформулированных ранее гипотез исследования и с учетом выбранного метода были определены технические гипотезы:

H1: регуляторы наиболее развитых финансовых рынков используют для защиты интересов инвесторов инструменты прямого регулирования, в том числе механизм квалификации инвесторов и ограничения доступа к отдельным финансовым продуктам.

H2: успешность регулирования наиболее развитых финансовых рынков по защите интересов инвесторов обуславливается неприменением ими инструментов непрямого регулирования.

При этом, как отмечалось ранее, исследование основывается на положениях теоретических подходов Smart Regulation и Behavioral Public Administration. Согласно подходу Smart Regulation, регулирование должно учитывать интересы участников регулирования и обеспечивать достижение своей начальной цели. Принимая во внимание указанное, решено руководствоваться допущением о том, что поскольку рассматриваемые примеры финансовых рынков являются наиболее успешными и масштабными, а доля розничных инвесторов на них значительна, регулирование защиты интересов инвесторов в указанных случаях можно считать эффективным. В то же время Behavioral Public Administration утверждает о целесообразности использования поведенческих инструментов регулирования в связи с тем, что любой инструмент косвенного воздействия требует меньше затрат (как со стороны надзорного органа, так и поднадзорного лица), чем исполнение прямого директивного требования. Соответственно, для подтверждения их эффективности необходимо обеспечение такими инструментами цели их разработки. Указанные особенности учитывались при формировании и проверке гипотез.

Использование верификационного анализа также возможно для изучения проблемы, рассматриваемой нами, в случае наличия количественных данных, собранных по единой методологии по одному или сопоставимым объектам наблюдения. В нашем случае, принимая во внимание непродолжительный во времени опыт регулирования брокерской деятельности в России, такой анализ нецелесообразен.

Результаты исследования

Для объективной оценки мер по защите клиентов брокеров в России была изучена зарубежный опыт регулирования защиты интересов розничных инвесторов. Для рассмотрения были выбраны США и Китай. Выбор данных стран

обусловлен тем, что США, являющиеся лидерами по развитости и масштабности финансового рынка, обладают отработанными инструментами по защите клиентов. Процент населения США, инвестирующего в финансовые инструменты, с 2000 г. не снижался ниже 50%⁶. В то же время финансовый рынок Китая отмечает довольно динамичный рост, что позволяет характеризовать его как развивающийся (аналогично российскому). Капитализация ценных бумаг китайского рынка с начала века выросла более чем в 10 раз⁷. При этом обе страны занимают значимую роль на мировом финансовом рынке, что позволяет говорить об успешности их политики по развитию финансового рынка.

В США защита клиентов брокеров входит в систему государственных мер защиты потребителей финансовых услуг, однако учитывает специфику. Оно реализуется в рамках подхода политико-административного цикла регулирования, через систему нормативных актов и мер государственных органов. Регулирование постоянно совершенствуется в связи с развитием рынка, созданием новых продуктов, формированием новых схем работы. В целом регулирование по защите инвесторов в США можно разделить на предотвращающее и исправляющее (Kulakova, 2017).

Первые включают в себя контроль над продуктами (услугами) и ценами, требования к лицензированию и раскрытию информации, ресурсы и мероприятия по содействию финансовой грамотности. Как мы видим, регулирование основывается не только на классическом директивном подходе, но поведенческих инструментах.

Необходимо отметить, что меры по защите инвесторов первоочередно реализуются путем установления обязанностей финансовых организаций (в нашем случае — брокеров). В рамках контроля за ценами установлена обязанность организаций предоставлять услуги клиентам на аналогичных условиях, не допуская их дискриминации. Также установлены запреты на действия, признанные регулятором недобросовестными. Предусмотрена обязанность по обеспечению защиты личных данных клиентов, а также сведений об их сделках и финансовом состоянии (Spendsharova, 2016). Кроме того, персональные данные клиента допустимо запрашивать только при наличии соответствующих оснований и в соответствующем объеме. Однако в отношении финансовых консультантов установлена обязанность по учету информации о клиенте для максимально эффективного консультирования.

Требования к лицензированию стандартны и аналогичны системам лицензирования большинства стран. Однако следует отметить, что при лицензировании сотрудники брокера проходят обучение этическим нормам, а брокеры несут ответственность за их соблюдение.

Защита прав потребителей финансовых услуг связана с антимонопольным регулированием. В США антимонопольное законодательство особенно сильно и, хотя оно позволяет избегать искусственного завышения цен, в соответствии с ним брокерами не используются инструментов универсализации. В случае применения шаблонных документов и предоставления абсолютно аналогичных

⁶ Gallup Annual Economy and Personal Finance Survey // Gallup. 2020.

⁷ Market Data From official website of China Security Regulatory Commission. Режим доступа: <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/sjtj/> (дата обращения: 10.11.2021).

услуг защита прав потребителей обеспечивалась бы с большей степенью, однако лишила бы их возможности выбора (Alifanova & Yevlakhova, 2011).

Как мы видим, прямые регуляторные требования и запреты не предполагают огромных и неоправданных затрат брокеров на их исполнение. Кроме того, содержание требований и порядок их принятия обеспечивают учет интересов заинтересованных сторон. Открытые обсуждения инициатив, а также более внимательная работа с лоббированием интересов позволяют реализовывать регулирование в соответствии с принципами Smart Regulation и избегать захвата регулятора отдельными участниками рынка.

Однако в качестве основного механизма защиты инвесторов в США выступает раскрытие информации. На финансовом рынке раскрытие информации является обязанностью не только брокеров, но и иных организаций, участвующих в работе рынка. Данное требование обеспечивает полноту информации при принятии инвестором решения. Помимо того, что нормативно установлен перечень раскрываемых сведений, предусмотрена обязанность публикации любой иной существенной информации для всех инвесторов одновременно и в полном объеме. При этом раскрытие информации обязательно даже при приобретении финансовых инструментов через онлайн и мобильные сервисы. Более того, именно через раскрытие информации (отдельных сведений / документов) регулирующими органами точно реализуется политика регулирующего «подталкивания» инвесторов, которая заставляет их принимать более точное решение. Преобладающая роль данного инструмента позволяет характеризовать регулирование, как основанное на постулатах подхода поведенческого регулирования.

Другим важным элементом системы обеспечения интересов инвесторов, также основывающемся на поведенческих теориях, является повышение финансовой грамотности населения. Он взаимосвязан с раскрытием информации, поскольку даже при наличии информации недостаточно компетентный потребитель не может извлечь из нее пользу. Реализуется данная мера с привлечением и финансированием некоммерческих организаций, при этом в число таких организаций входят крупные веб-сайты в сети Интернет, пользующиеся мировым признанием (Abbott & Snidal, 2000).

Другая часть мер регулирования носит исправляющий характер (DeMenno, 2019). Отслеживается качество предоставления брокерами услуг, что нивелирует проблемы принципал-агентского характера брокерских услуг. На основе доступных источников информации регулирующий орган отслеживает недобросовестные, вводящие в заблуждение, мошеннические действия и может вмешаться в решение проблемной ситуации. При этом урегулирование спорной ситуации должно осуществляться через суд.

Кроме того, после кризиса 2008 г. созданы институты адвоката инвесторов и омбудсмана инвесторов. Целью их деятельности является представление интересов инвесторов в государственных органах, что должно снизить вероятность «захвата регулятора» участниками рынка (согласно одноименной теории) и ущемления интересов инвесторов.

Также следует отметить, что нормативные акты в США предусматривают дополнительные меры защиты для отдельных категорий инвесторов (Kaurova, 2012). Регуляторами установлены повышенные негативные санкции за

предложение и осуществление недобросовестных или мошеннических действий в отношении пожилых или лиц с ограниченными возможностями. Другой категорией выступают малообеспеченные граждане, для которых потеря средств еще более критична. В отношении них предусмотрена возможность льготного повышения финансовой грамотности. Также запрещено предлагать определенные продукты молодым людям в силу их недостаточной финансовой грамотности, обусловленной возрастом (в отношении молодежи также осуществляются меры по повышению финансовой грамотности). Вместе с тем ни в одном из указанных случаев право указанных групп населения на приобретение отдельных финансовых продуктов не ограничено. В целом, несмотря на реализацию мер с помощью некоторых нормативных требований, поскольку для инвестора какой-либо запрет не установлен, характер воздействия реализуется в соответствии с теорией поведенческого подталкивания.

Таким образом, основными инструментами защиты прав розничных инвесторов в США выступают раскрытие информации и обеспечение финансовой грамотности населения. Данный факт свидетельствует о построении системы регулирования защиты клиентов брокеров на основе теоретических подходов умного регулирования и поведенческого подталкивания. Также используются механизмы дополнительной защиты отдельных групп потребителей, требования общему предоставлению услуг и меры оперативного реагирования на новые кейсы. Кроме того, использование индивидуальных данных о клиентах для предоставления услуг на персональной основе допускается, но только для финансовых консультантов.

Система защиты инвесторов, реализуемая в Китае, несколько отличается. В стране более распространено прямое регулирование, что обусловлено меньшим влиянием теории дерегулирования. Отличительной чертой является использование системы страхования⁸. Фонд защиты инвесторов, созданный в Китае, компенсирует убытки клиентов, понесенные вследствие недобросовестной деятельности лицензированных брокеров. Формирование фонда осуществляется за счет части комиссий, полученных биржами, а также (в основном) отчислениями брокеров, зависящими от величины, получаемых ими доходов.

Создание системы страхования обусловлено наличием большого количества розничных инвесторов на финансовом рынке, а также его высокой волатильностью. В связи с этим мелкие инвесторы могут нести убытки в том числе в результате ошибок брокеров. При этом возможная паника и бегство инвесторов, составляющих значительную долю рынка, негативно скажется на его состоянии. Поэтому регулятор стабилизирует состояние рынка путем страхования. В целом данная мера также носит характер поведенческого воздействия, поскольку, снижая риски инвесторов, влечет их уверенность в безопасности и подталкивает к более активному инвестированию. Выплаты из фонда ограничены в размерах, однако достаточны для удовлетворения требований средних розничных инвесторов (в том числе нерезидентов).

⁸ International Monetary Fund, World Bank. People's Republic of China Financial Sector Assessment Program: IOSCO Objectives and Principals of Securities Regulation. World Bank. 2017.

Развитое корпоративное регулирование прав миноритариев, также оказывает положительное подталкивание на инвесторов. Права владельцев небольших пакетов акций обеспечивают их защиту от размывания доли участия, снижения размеров выплаты дивидендов, отстранения от управления компанией. Также нормативно закреплены требования о минимально допустимых долях акций, которые должны реально торговаться в открытом доступе.

Если говорить о регулировании деятельности брокеров, то в отношении них установлен запрет на совместный учет и хранение собственных и клиентских активов. Таким образом клиентские средства всегда хранятся обособлено, что позволяет упростить контроль за их использованием и сохранностью.

Вместе с тем в Китае развиты инструменты, основанные на теории поведенческого регулирования. Так, на участников финансового рынка возложены обязанности по раскрытию информации. Также как и в США, данный инструмент довольно развит в Китае. Требования к раскрытию сведений довольно строги. При этом некоторые сведения должны раскрываться на ежедневной основе. Нормативно закреплены требования о раскрытии, имеющие явный характер «подталкивания» инвестора на более осмотрительную и осторожную работу на финансовом рынке.

Для снижения убытков розничных инвесторов предусмотрено оповещение о значительном изменении цены активов. Кроме того, в такой ситуации эмитент обязан предпринять действия по сдерживанию изменения цен путем раскрытия любой доступной информации. Также в данной ситуации должен проводиться анализ сделок на предмет сговора и манипулирования ценой актива. Также информирование включает в себя маркировку активов, несущих повышенные риски. Так, брокеры и биржи должны пометить активы эмитентов, в отношении которых отмечаются признаки неблагоприятного финансового состояния (Stellinga & Mügge, 2017).

При этом нормативно предусмотрены жесткие санкции за нераскрытие установленной информации. Данный факт свидетельствует о том, что классическая нормативная теория регулирования также учитывается регулятором при установлении санкций.

Другим важным инструментом регуляторной защиты прав инвесторов, основанным на принципах подхода умного регулирования, выступает стандартизация содержания договоров с клиентами (Stellinga, 2020). В отличие от США, где стандартизация не применяется в силу антимонопольного законодательства, Китай активно использует данный инструмент. Данный инструмент позволил снизить риски предоставления клиентам услуг, смысл которых не прозрачен и которые фактически позволяют брокеру получать дополнительный доход за счет активов клиентов, что снижало защищенность розничного клиента.

Следующим инструментом защиты инвесторов, основанным на теории поведенческого подталкивания, выступает повышение финансовой грамотности граждан (Nie & Nan, 2019). В Китае он реализован отлично от США. Для повышения образования регулятором создан специальный центр образования. Он осуществляет обучение в классическом формате и в ограниченном объеме, а масштабы и охват его деятельности значительно ниже, чем в США. Однако

регулятором обеспечивается наличие в открытом доступе множества справочной информации и рекомендаций для инвесторов. Информирование пожилых и молодых граждан о финансовых рисках и мошенничестве осуществляется ограничено с помощью СМИ, информационных бюллетеней, лекций и т.п.

Также необходимо отметить меры регулирования, направленные на исправление нарушения прав инвесторов. Так же, как и в США, они первоочередно нивелируют последствия, обусловленные принципал-агентской теорией (Mennillo & Roy, 2014). В Китае реализуется инструмент экстренного прекращения предоставления проблемных продуктов, который достаточно эффективен в силу обязательности исполнения заявления регулятора.

Для урегулирования спорных ситуаций между клиентом и брокером может использоваться инструмент досудебного арбитража. Данный инструмент, реализуемый в соответствии с требованиями подхода умного регулирования, является более простым и эффективным для клиентов, а признание его результатов делает китайский рынок более привлекательным для иностранных инвесторов. Для рассмотрения финансовых споров на следующем уровне создан специальный финансовый арбитражный суд. В силу его узкой специализации качество и оперативность его деятельности находятся на высоком уровне.

Таким образом, основным механизмом защиты клиентов в Китае выступает страхование их активов. Кроме того, довольно развито использование раскрытия информации для защиты инвесторов. Также используются меры по защите миноритарных акционеров, стандартизации договоров, повышению финансовой грамотности, оперативному выявлению опасных финансовых продуктов и арбитражному урегулированию споров. Данные меры позволяют говорить о том, что регулирование защиты прав розничных инвесторов во многом реализуется в соответствии с подходом умного регулирования с помощью поведенческих инструментов.

По результатам рассмотрения опыта использования регуляторных инструментов защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг в США и Китае можно отметить существование аналогичных инструментов и решений. Их наличие и характер свидетельствуют о разработке и реализации регулирования в рассмотренных странах в соответствии с подходом умного регулирования. Более того, наиболее развитыми и эффективными являются меры поведенческого воздействия, разработанные в соответствии с теорией Behavioral Public Administration.

Так, инструментами, реализуемыми в обеих странах, являются раскрытие информации и повышение финансовой грамотности населения. При этом требования о раскрытии сведений несут в себе цель стимулировать потребителя к тому или иному поведению, что позволяет говорить о том, что они являются частью политики регуляторного «подталкивания». Однако это возможно при наличии достаточного образования и компетентности граждан в данной сфере.

Отличительными чертами защиты инвесторов в США являются меры по защите равноправия клиентов и информации о них, а также заложенные в процедуру лицензирования меры по обучению этическим нормам брокеров. Также специфика заключается в наличии институтов адвоката и омбудсмана инвесторов, представляющих интересы розничных клиентов при разработке регуляторных решений.

В свою очередь отличает регулирование в Китае наличие фонда компенсации убытков инвесторов. Данная мера наиболее кардинальна и затратна, однако и эффект от нее наиболее заметен. Также отлична практика защиты прав миноритариев и стандартизации условий договоров с клиентами. Отличается регулирование, направленное на исправление нарушений прав инвесторов, эффективно реализуемое в Китае посредством механизма экстренного прекращения негативной практики, а также путем качественного решения споров во внесудебном и судебном порядке.

Таким образом, можно сделать вывод, что отличия в странах обусловлены доминированием различных теорий к регулированию в целом, сложившимся исторически. Если в США регуляторы стремятся к минимизации регулирования в соответствии с теорией дерегулирования, то в Китае используется классическая нормативная теория регулирования. Также необходимо отметить, что реализация подхода Smart Regulation рассмотренных странах несколько различается. Так если США нацелены на достижение эффективности регулирования и его максимальную открытость, то в Китае эффективность достигается за счет широкого спектра мер, не оказывающих излишнего воздействия.

Сравнивая меры, реализуемые в целях защиты розничных инвесторов в России, с описанными выше примерами США и Китая, можно отметить использование аналогичных / схожих инструментов. Данный факт логичен, так как при разработке мер регулятор описывается на существующие успешные примеры, вместе с тем зачастую их фактическая реализация может отличаться.

Первоочередно следует отметить, что Банк России реализует защиту клиентов путем регламентации услуг, предоставляемых брокерами. По аналогии с рассмотренными странами нормативные акты устанавливают необходимость предоставления услуг на равных условиях, защиты данных о клиентах, а также разграничений собственных и клиентских активов. Однако российское регулирование дополнительно вносит детальные формализованные требования к порядку предоставления клиентам услуг и действиям, недопустимым при этом. Данная детализация, с одной стороны, предотвращает отдельные недобросовестные / рискованные действия брокеров, однако с другой стороны, снижает бдительность регулятора и открывает возможность камуфлирования реальных сделок брокеров при формальном соблюдении требований (Selivanovsky, 2014). Акцент на прямом регулировании обусловлен работой регулятора в основном в рамках классической нормативной теории регулирования.

Требования к объему, содержанию и периодичности раскрываемой информации в России не столь строгие. Более того, формальность требований позволяет организациям усложнять возможность ознакомления с информацией, что снижает эффективность ее раскрытия. Более того, необходимый для использования раскрываемой информации уровень финансовой грамотности также не обеспечивается. Деятельность по повышению финансовой грамотности начата государственными органами не так давно и касается в первую очередь борьбы с мошенничеством, а не работе на финансовом рынке.

Инструмент страхования и компенсации убытков инвесторов, обусловленных деятельностью брокера, предусмотрен в российском законодательстве,

однако фактически данный механизм не реализован. Более того, с учетом наличия фактов утраты средств клиентов брокерами, а также и без того высокой регуляторной нагрузки, влекущей финансовые издержки брокеров, на текущем этапе формирование такого механизма возможно нецелесообразно. Также регулятором установлены отдельные требования к содержанию брокерских договоров. Вместе с тем их недостаточно для искоренения возможности введения клиента в заблуждение и использования его активов.

Возможность для оперативного прекращения определенной негативной практики имеется у Банка России. Вместе с тем по имеющейся практике в силу сложности внутренних процессов регулятора, издание таких документов (устанавливающих запрет на осуществление деятельности) фактически не является оперативным и может растягиваться на неопределенный срок.

Как мы видим, большинство инструментов подталкивающего характера существуют лишь формально. Их эффективная реализация затруднена невосприятием регулятором теорий, противоречащих классическому нормативному регулированию.

Также в рамках регулирования защиты прав инвесторов, исправительного характера, следует отметить недавно сформированный институт финансового омбудсмена. Данный институт должен рассматривать обращения клиентов финансовых организаций в досудебном порядке (в обязательном порядке). Принимая во внимание первые результаты деятельности финансового омбудсмена, согласно которым меры к финансовым организациям им не принимаются, можно предположить, что фактически данный институт является лишь дополнительным звеном, которое не защищает интересы клиента, а лишь усложняет процедуру защиты.

Если же говорить об инструменте «квалификации» инвесторов, то в рассмотренных нами странах не применяется. Как было отмечено, единственный случай, когда учитываются индивидуальные характеристики клиента — это предоставление услуг по финансовому консультированию в США. Вместе с тем деятельность консультантов и брокеров в корне отличается. Если первые оказывают влияние на решения клиента по управлению активами, то вторые — должны обеспечить исполнение его поручения максимально беспристрастно. Оценивание инвестиционного профиля клиента и предоставление услуг в соответствии с ним обязательно для доверительных управляющих и консультантов в России. С учетом изложенного предлагаемая мера по осуществлению квалификации клиентов и ограничению допустимых для клиента операций по результатам квалификации представляется недостаточно обоснованной. Более того, принимая во внимание формализованность процедуры квалификации, а также затратность ее исполнения, представляется, что введение требования повлечет ее обход брокерами. Таким образом клиентам (вероятно, за дополнительную плату) будет предоставляться доступ к необходимым операциям путем оформления необходимых документов. При этом клиенты будут нести дополнительные издержки, а уровень их осведомленности о рисках и защищенности не повысится.

Данный факт подтверждается существующей процедурой признания квалифицированным инвестором. Хотя на данный момент данный статус дает не так

много преимуществ инвесторам, можно отметить наличие фактов продажи документов, необходимых для его получения, а также фактов формальной проверки таких документов брокерами. Разработка именно такой меры в период повышения рисков частных инвесторов обусловлено тем, что регулятору проще применять меры, привычного характера, основанные на классической нормативной теории.

Таким образом, можно утверждать, что рассмотренные примеры успешного регулирования в сфере защиты прав инвесторов не позволяют сделать вывод о необходимости использования инструмента ограничения доступа клиентов к финансовым инструментам на основе их квалификации. Кроме того, результаты исследования свидетельствуют о недостаточно качественном применении российским регулятором инструментов, применяемых в зарубежном опыте и зарекомендовавших себя. При этом российское регулирование делает акцент на строгом директивном установлении норм. Данный факт подтверждает фактическое непринятие (при номинальном использовании) регулятором положений современных подходов умного и поведенческого регулирования. В то же время зарубежные примеры успешной защиты прав инвестора строятся не только на прямых запретах, но и инструментах, стимулирующих розничных инвесторов к более осторожной и осмотрительной деятельности. Как представляется, на данный момент потенциал развития российского регулирования в данной сфере заложен именно в данных инструментах.

Выводы

По результатам проведенного анализа установлено, что регулирование, обеспечивающее защищенность инвесторов на развитых рынках, включает в себя использование инструментов прямого воздействия. Вместе с тем в рассмотренных случаях применяемый и развивающийся сейчас в России инструмент квалификации инвесторов не используется. Таким образом, можно сделать вывод о том, что гипотеза Н1 частично опровергнута. При этом необходимо понимать, что часть регуляций директивного характера обязательна для здорового функционирования рынка, как на успешных и развитых рынках, так и на российском финансовом рынке.

Вместе с тем результаты исследования свидетельствуют о том, что в целом теория нормативного регулирования частично утратила актуальность на сегодняшний день. Как установлено в ходе работы, нормативные требования и ограничения непосредственного воздействия целесообразно применять для становления общих основ, принципов и рамок деятельности. В то же время для воздействия на конкретные действия и аспекты применение прямого регулирования может быть неэффективно.

Кроме того, метод нашего исследования развивает возможности применения подхода умного регулирования. По результатам исследования можно говорить о возможности обоснования эффективности реализуемого регулирования путем рассмотрения эффективности и затратности инструментов, применяемых в иных государствах для достижения целей рассматриваемого регулирования.

Гипотеза H2 опровергнута, так как инструменты непрямого воздействия широко применяются иностранными регуляторами. Однако несмотря на доминирующую роль инструментов косвенного воздействия в защите интересов инвесторов на развитых финансовых рынках, от некоторых мер прямого воздействия отказаться невозможно, как отмечалось ранее. Данный вывод позволяет говорить о частичном опровержении теории поведенческого регулирования в части неуниверсальности поведенческих инструментов.

При этом рассмотренные примеры свидетельствуют об эффективности и успешности применения непрямого регулирования при защите частных инвесторов. Более того, результаты развития и функционирования рассмотренных финансовых рынков свидетельствуют о том, что применяемые поведенческие регуляции не носят сиюминутный характер, лишь откладывая принятие решения инвестором, не способный изменить общие тренды, который предполагается многими исследователями поведенческого подхода. Выявленное обеспечение поведенческим регулированием (при его качественной проработке и обеспечении исполнения) глобальных целей в долгосрочном периоде развивает существующие положения теории поведенческого регулирования.

Однако если существующие в российском регулировании директивные требования в данной сфере не сильно отстают от рассмотренных примеров, то относительно косвенных мер такой вывод невозможен. Практика обеспечения защиты прав инвесторов на основе косвенных инструментов в России значительно уступает успешным практикам. Некоторые меры, адаптированные под имеющиеся условия, в значительной степени исполняются формально и не дают необходимого результата. Более того, ряд мер, доступных регулятору, просто не используется в наблюдаемой практике, хотя их применение может дать значительный толчок для масштабирования финансового рынка. Такие меры касаются как защиты розничных инвесторов на предварительной основе, так и исправления ситуации.

Таким образом, можно предположить, что на основе рассмотренных инструментов, в том числе раскрытии информации, повышении финансовой грамотности, страховании убытков, урегулирования недобросовестных практик может осуществляться совершенствование защиты прав розничных инвесторов. При этом необходимо отметить возможность использования отдельных инструментов прямого регулирования. Одновременно в отношении активно развиваемого в данный момент инструмента квалификации инвесторов отсутствует подтверждение его эффективности для защиты клиентов брокеров. В то же время в отношении не прямых мер воздействия прослеживается значительный потенциал их использования. В случае их корректного внедрения и применения уровень защиты интересов розничных инвесторов будет повышен без значительного увеличения регуляторных издержек брокеров. Реализация такого сценария способствует достижению целей регулирования и, как следствие, развитию финансового рынка.

References / Список литературы

- Abbott, K., Levi-Faur, D. & Snidal, D. (2017) Theorizing regulatory intermediaries: The RIT model. *The ANNALS of the American academy of political and social science*. 670(1), 14—35. <https://doi.org/10.1177/0002716216688272>

- Abbott, K. & Snidal, D. (2000) Hard and soft law in international governance. *International organization*. 54(3), 421—456. <https://doi.org/10.1177/0002716216688272>
- Abramov, A., Radygin, A. & Chernova, M. (2014) Regulation of financial markets: models, evolution, efficiency. *Problems of Economics*. (2), 33—49. (in Russian).
Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 33—49.
- Alifanova, E. & Yevlakhova, Yu.S. (2011) Trends in reforming the institutions of regulation of national financial markets. *Finance and credit*. 35(467), 2—6. (in Russian).
Алифанова Е. Н., Евлахова Ю. С. Тенденции реформирования институтов регулирования национальных финансовых рынков // Финансы и кредит. 2011. №. 35 (467). С. 2—6.
- Aglietta, M. & Rigot, S. (2009) The regulation of hedge funds under the prism of the financial crisis. Policy implications. *Recherches économiques de Louvain*. 75(1), 5—34. <https://doi.org/10.3917/rel.751.0005>
- Baker, A. (2018) Macroprudential regimes and the politics of social purpose. *Review of international political economy*. 25 (3), 293—316. <https://doi.org/10.1080/09692290.2018.1459780>
- Baker, A. (2010) Restraining regulatory capture? Anglo-America, crisis politics and trajectories of change in global financial governance. *International Affairs*. 86(3), 647—663. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2346.2010.00903.x>
- Bernstein, S. & van der Ven H. (2017) Best practices in global governance. *Review of International Studies*. 43 (3), 534. <https://doi.org/10.1017/S0260210516000425>
- Browne, J. (2020) The regulatory gift: Politics, Regulation and governance. *Regulation & Governance*. 14(2), 203—218. <https://doi.org/10.1111/rego.12194>
- Campbell-Verduyn, M., Goguen, M. & Porter, T. (2017) Big Data and algorithmic governance: the case of financial practices. *New Political Economy*. 22(2), 219—236. <https://doi.org/10.1080/13563467.2016.1216533>
- Crain, M. (2018) The limits of transparency: Data brokers and commodification. *New media & society*. 20(1), 88—104. <https://doi.org/10.14763/2020.2.1469>
- DeMenno, M. (2019) Banking on burden reduction: how the global financial crisis shaped the political economy of banking regulation. *Journal of banking regulation*. 1—28. <https://doi.org/10.1057/s41261-019-00120-1>
- Dunlop, C., Maggetti, M., Radaelli, C. & Russel, D. (2012) The many uses of regulatory impact assessment: A meta-analysis of EU and UK cases. *Regulation & Governance*. 6(1), 23—45. <https://doi.org/10.1111/j.1748-5991.2011.01123.x>
- Finlayson, A. (2009) Financialisation, financial literacy and asset-based welfare. *The British Journal of Politics and International Relations*. 11 (3), 400—421. <https://doi.org/10.1111/j.1467-856X.2009.00378.x>
- Fransen, L. & Burgoon, B. (2012) A market for worker rights: Explaining business support for international private labour regulation. *Review of International Political Economy*. 19(2), 236—266. <https://doi.org/10.1080/09692290.2011.552788>
- Golodnikova, A., Efremov, A. & Tsygankov, D. (2021) Under the sign of the “regulatory guillotine”: how to break the vicious circle of deregulation and re-regulation? *Law*. (2), 105—117. (in Russian).
Голодникова А. Е., Ефремов А. А., Цыганков Д. Б. Под знаком «регуляторной гильотины»: как разорвать замкнутый круг дерегулирования и ре-регулирования? // Закон. 2021. № 2. С. 105—117.
- Grimmelikhuijsen, S., Jilke, S., Olsen, A.L. & Tummers, L. (2017) Behavioral Public Administration: Combining Insights from Public Administration and Psychology. *Public Administration Review*. (1), 45—56. <https://doi.org/10.1111/puar.12609>
- Grossman, E. & Woll, C. (2014) Saving the banks: The political economy of bailouts. *Comparative Political Studies*. 47 (4), 574—600. <https://doi.org/10.1177/0010414013488540>
- Horner, R. (2019) India’s Pharmaceutical Industry and the Enduring Public Regulation Challenge. *Business Responsibility and Sustainability in India*. 275—304. <https://doi.org/10.4324/9781315684321>

- Jones, E. & Zeitz, A. (2019) Regulatory Convergence in the Financial Periphery: How Interdependence Shapes Regulators' Decisions. *International Studies Quarterly*. 63(4), 908—922. <https://doi.org/10.1093/isq/sqz068>
- Kastner, L. (2014) 'Much ado about nothing?' Transnational civil society, consumer protection and financial regulatory reform. *Review of International Political Economy*. 21(6), 1313—1345. <https://doi.org/10.1080/09692290.2013.870084>
- Kaurova, N. (2012) Macroprudential regulation of financial markets. *Financial journal*. 1. (in Russian).
Каурова Н.Н. Макропруденциальное регулирование финансовых рынков // Финансовый журнал. 2012. № 1.
- Kulakova, V. (2017) Financial regulation in the United States under the new president D. Trump. *Money and credit*. 10, 57—63. (in Russian).
Кулакова В. К. Финансовое регулирование в США при новом президенте Д. Трампе // Деньги и кредит. 2017. № 10. С. 57—63.
- Lall, R. (2015) Timing as a source of regulatory influence: A technical elite network analysis of global finance. *Regulation & Governance*. 9(2), 125—143. <https://doi.org/10.1080/09638180500252078>
- Larionova, I. (2014) Model for assessing the effectiveness of banking sector regulation. *Vestnik MGIMO*. (1), 127—135. (in Russian).
Ларионова И.В. Модель оценки эффективности регулирования банковского сектора // Вестник МГИМО. 2014. № 1. С. 127—135.
- Makarova, A. S. et al. (2019) Environmental performance assessment of the chemical industries involved in the Responsible Care® Program: Case study of the Russian Federation. *Journal of Cleaner Production*. (222), 971—985. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.218>
- Mennillo, G. & Roy, S. (2014) Ratings and regulation: a case of an irreversible marriage? *Weatherhead Center for International Affairs Working Paper*. 14-0004. <https://doi.org/10.1080/02646811.2016.1132825>
- Nie, Y. & Han, X. (2019) Research on consumers' protection in advantageous operation of big data brokers. *Cluster Computing*. 22 (4), 8387—8400. <https://doi.org/10.1109/ACCESS.2021.3070017>
- Overdeest, C. & Zeitlin, J. (2014) Assembling an experimentalist regime: Transnational governance interactions in the forest sector. *Regulation & governance*. 8 (1), 22—48. <https://doi.org/10.1111/j.1748-5991.2012.01133.x>
- Quaglia, L. (2019) The politics of state compliance with international “soft law” in finance. *Governance*. 32 (1), 45—62. <https://doi.org/10.1017/bap.2019.3>
- Pastushenko, E. & Zemtsova, L. (2017) The role of legal acts of the Central Bank of the Russian Federation in the regulation of relations in the sphere of the financial market. *Actual problems of state and law*. 35 (in Russian).
Пастушенко Е.Н., Земцова Л.Н. Роль правовых актов Центрального банка Российской Федерации в регулировании отношений в сфере финансового рынка // Актуальные проблемы государства и права. 2017. С. 35.
- Redert, B. (2020) Stakeholder Mobilization in Financial Regulation: A Comparison of EU Regulatory Politics over Time. *JCMS: Journal of Common Market Studies*. 1—19. <https://doi.org/10.1111/jcms.13046>
- Rixen, T. (2013) Why reregulation after the crisis is feeble: Shadow banking, offshore financial centers, and jurisdictional competition. *Regulation & Governance*. 7 (4), 435—459. <https://doi.org/10.1111/rego.12024>
- Selivanovsky, A. (2014) Protection of Investors' Rights in the Stock Market: Modern Challenges. *Economy and Law*. 37 (in Russian).
Селивановский А.С. Защита прав инвесторов на фондовом рынке: современные вызовы // Хозяйство и право. 2014. С. 37.

- Spendzharova, A. (2016) Regulatory cascading: Limitations of policy design in European banking structural reforms. *Policy and society*. 3, 227—237. <https://doi.org/10.1016/j.polsoc.2016.09.001>
- Stellinga, B. (2020) The open-endedness of macroprudential policy. Endogenous risks as an obstacle to countercyclical financial regulation. *Business and Politics*. 22 (1), 224—251. <https://doi.org/10.1016/j.polsoc.2016.09.001>
- Stellinga, B. & Mügge, D. (2017) The regulator's conundrum. How market reflexivity limits fundamental financial reform. *Review of international political economy*. 24 (3), 393—423. <https://doi.org/10.1080/09692290.2017.1320300>
- Underhill, G. R. D. & Zhang, X. (2008) Setting the rules: private power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance. *International Affairs*. 84 (3), 535—554. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2346.2008.00723.x>
- Wolff, J. (2019) Fighting risk with risk: solar radiation management, regulatory drift, and minimal justice. *Critical Review of International Social and Political Philosophy*. 1—20. <https://doi.org/10.1080/13698230.2020.1694214>
- Zhao, M., Ke, Y. & Yi, Y. (2020) The effects of risk factor disclosure on analysts' earnings forecasts: evidence from Chinese IPOs. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. 1—30. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1772089>

Об авторе:

Бикташев Айну́р Альфритович — аспирант, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; 109028, Российская Федерация, г. Москва, Большой Трёхсвятительский пер., д. 3; Главный эксперт, Банк России, Российская Федерация, г. Москва; Масариков университет; Чешская Республика, 616 00, г. Брно, ул. Вэвэржи, д. 102

ORCID: 0000-0001-7314-2980

e-mail: abiktshv@hse.ru

About the author:

Ainur A. Biktashev — Doctoral Student, National Research University «Higher School of Economics»; bld. 3, Bolshoy Trekhsvyatitelskiy by-street, Moscow, 109028, Russian Federation; Doctoral Student, Masaryk University; 102, Veverí str., Brno, 616 00, Czech Republic

ORCID: 0000-0001-7314-2980

e-mail: abiktshv@hse.ru