



### ГЛАВА 2: ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И УВЕЛИЧЕНИЕ РОЛИ НЕБАНКОВСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

#### РЕЗЮМЕ

Структура финансовых рынков претерпевает значительные изменения. Происходящие финансовые инновации, банковские балансы, ухудшившиеся после финансового кризиса, изменения в бизнес-моделях и укрепление банковского регулирования — все эти факторы способствовали значительному смещению от банковского кредитования к выпуску облигаций. Данный процесс создает возможности для увеличения роли таких небанковских финансовых организаций, как страховые компании, пенсионные фонды и компании, управляющие активами. Небанковские организации имеют очень большое значение в сфере финансового посредничества в Соединенных Штатах, их значение в Европе и некоторых странах с формирующимся рынком существенно выросло.

Привело ли усиление роли небанковского финансирования к уменьшению воздействия денежно-кредитной политики? Некоторые утверждают, что влияние денежно-кредитной политики на экономическую активность ослабло, поскольку один из традиционно важных каналов передачи воздействия — банковское кредитование — стал менее важным. Теоретически, небанковские организации могут либо ослаблять, либо усиливать передачу воздействия денежно-кредитной политики. С одной стороны, небанковские структуры, вероятно, могут заменять банки, предоставляя кредитование, если изменения в денежно-кредитной политике не так сильно сказываются на стоимости их финансирования, как в случае банков, или если на них не распространяются те же самые нормативно-правовые ограничения, что потенциально ослабляет передачу воздействия денежно-кредитной политики. С другой стороны, небанковские организации могут усиливать передачу такого воздействия, если их склонность к риску более чувствительна к изменениям денежно-кредитной политики. В данной главе изучается эта важная, но неизведанная сфера, в начале главы излагается концептуальная основа, а затем с помощью новых аналитических методов рассматриваются эмпирические данные.

В главе делается вывод о том, что за последние 15 лет возрастающее значение небанковских организаций для финансового посредничества скорее наоборот, привело к усилению механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики. Эффективность денежно-кредитной политики, по всей видимости, повысилась в

разных странах, в среднем, как представляется, она выше в странах с крупным небанковским финансовым сектором. Подобно банкам, при ужесточении денежно-кредитной политики небанковские структуры уменьшают свои балансы, и, как правило, небанковские финансовые посредники сокращают их в большей степени, чем банки. Такое поведение частично объясняется влиянием денежно-кредитной политики на принятие рисков, особенно в секторе управления активами. В результате, доходность облигаций и премии за риск меняются и воздействуют на стоимость заимствования и реальную активность. Таким образом, структура небанковского финансового сектора имеет значение для передачи воздействия денежно-кредитной политики.

Растущая роль небанковских организаций предполагает, что в ходе проведения денежно-кредитной политики ее необходимо по-прежнему адаптировать к изменениям в механизме передачи воздействия. Масштабы и сроки мер денежно-кредитной политики необходимо постоянно пересматривать, поскольку их воздействие и скорость проявления их эффектов меняются. Например, по мере того, как относительное значение канала принятия рисков возрастает, влияние изменений в денежно-кредитной политике на реальную экономику может стать более быстрым и более выраженным. Хотя это не является основной темой настоящей главы, изменения в нормативной системе, по всей вероятности, сказываются на силе передачи воздействия денежно-кредитной политики из-за того, что некоторые различия в реакции банков и небанковских организаций на монетарные шоки объясняются различиями в их режимах регулирования.

Воздействие денежно-кредитной политики на финансовую стабильность становится все более важным. Например, меры денежно-кредитной политики, скорее всего, будут иметь более сильные последствия для финансовой прочности банков и небанковских финансовых организаций, поскольку канал принятия рисков, по-видимому, становится все более важным фактором, определяющим реакцию финансовых посредников. Это указывает на необходимость большей бдительности со стороны пруденциальных и регулирующих органов.

Денежно-кредитная политика должна учитывать величину и структуру балансов ведущих финансовых посредников, чтобы лучше оценить изменения в склонности финансовых организаций к риску. С учетом роста небанковского финансового сектора, информация, содержащаяся в балансах небанковских организаций, может быть, по меньшей мере, такой же полезной, как традиционные показатели денежно-кредитных агрегатов. Например, доля заемных средств и изменения этой доли у брокеров-дилеров, а также совокупные активы под управлением облигационных фондов могут содержать актуальную для денежно-кредитной политики информацию. В этой связи крайне необходимо устранить пробелы в данных по небанковским организациям.





### ГЛАВА 3: КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ, ЗАЩИТА ИНВЕСТОРОВ И ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ

#### РЕЗЮМЕ

**Финансовые рынки стран с формирующимся рынком стали в большей мере интегрированными с остальным миром, что позволило увеличить доступ к капиталу, но также сделало их уязвимыми по отношению финансовым шокам.** С учетом этого усиления интеграции были ли улучшены соответствующим образом институциональные и правовые основы, с тем чтобы повысить устойчивость экономики этих стран в условиях более изменчивой внешней среды?

**В этой главе внимание сосредоточено на взаимосвязанности корпоративного управления, защиты инвесторов и финансовой стабильности в различных странах с формирующимся рынком.** Корпоративное управление и защита инвесторов охватывают правила и практику как на национальном уровне, так и на уровне предприятий, и затрагивают методы обеспечения получения доходов от инвестиций для поставщиков финансирования предприятий. Прошлые финансовые кризисы в крупнейших странах с формирующимся рынком выделили то, как недостатки в области корпоративного управления могут способствовать финансовой нестабильности.

**В главе делается вывод о том, что за последние два десятилетия корпоративное управление и защита инвесторов в странах с формирующимся рынком в целом улучшились.** Успехи очевидны на основе показателей, как на национальном уровне, так и на уровне предприятий. Вместе с тем, между разными странами с формирующимся рынком есть важные различия, и существует потенциал для дальнейшего улучшения.

**Анализ подкрепляет мнение о том, что более надежные системы корпоративного управления и защиты инвесторов повышают устойчивость стран с формирующимся рынком к мировым финансовым шокам.** В главе представлены новые индексы управления на уровне предприятий и применяются инновационные эмпирические подходы. Полученные результаты показывают, что повышение качества корпоративного управления способствует более глубоким и более ликвидным рынкам капитала, что позволяет им лучше выдерживать шоки. Корпоративное управление также повышает эффективность фондового рынка и тем самым делает цены на акции

менее чувствительными к внешним шокам и менее подверженными резким падениям. Например, переход из нижней в верхнюю часть таблицы индексов управления на национальном уровне и на уровне предприятий приводит к снижению воздействия глобальных шоков на фирмы из стран с формирующимся рынком в среднем примерно на 50 процентов. Страны с формирующимся рынком, имеющие более качественные системы корпоративного управления и защиты инвесторов, как правило, характеризуются более прочными балансами предприятий. В частности, для компаний с более высоким уровнем управления обычно характерны более низкие коэффициенты краткосрочной задолженности и вероятности дефолта, эти компании могут занимать средства на более продолжительные сроки. Это снижает их уязвимость по отношению к периодам нехватки финансирования и укрепляет финансовую стабильность.

**Выгоды в форме повышения финансовой стабильности, связанные с улучшением корпоративного управления, служат дополнительным аргументом в пользу дальнейших реформ.** Хотя единой модели не существует, качественные основы корпоративного управления имеют некоторые общие характеристики. Соответственно, в этой главе приводятся следующие рекомендации по экономической политике:

- Всем странам с формирующимся рынком следует продолжать реформы своих правовых, нормативных и институциональных основ для содействия действенности режимов корпоративного управления и обеспечения их правовой санкцией.
- Большинству стран с формирующимся рынком следует по-прежнему укреплять права внешних инвесторов, в особенности миноритарных акционеров.
- Во многих странах с формирующимся рынком необходимо привести требования по раскрытию информации в полное соответствие с международной передовой практикой. Содействие большей независимости членов правлений предприятий также, скорее всего, даст положительные результаты.