

Санкт-Петербургский государственный университет

*на правах рукописи*

**Писаренко Жанна Викторовна**

**ФИНАНСОВАЯ КОНВЕРГЕНЦИЯ КАК ОСОБЫЙ  
МЕХАНИЗМ МОДИФИКАЦИИ ПЕНСИОННОГО И  
СТРАХОВОГО СЕКТОРОВ МИРОВОГО РЫНКА  
ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ**

Специальности 08.00.14 – «Мировая экономика» и 08.00.10 –  
«Финансы, денежное обращение и кредит»

Диссертация на соискание ученой степени доктора  
экономических наук

Научный консультант:  
д.э.н, профессор  
Кузнецова Наталия Петровна

Санкт-Петербург

2017

## Оглавление

<b>Введение.....</b>	<b>4</b>
<b>Глава 1. Теоретические основы конвергенции в условиях глобализации и финансовая конвергенция.....</b>	<b>27</b>
1.1. Теоретические основы анализа конвергенции в условиях глобализации.....	27
1.2. Изменение роли финансов в мировой экономике.....	47
1.2.1. Увеличение долговых обязательств стран мира на фоне уменьшающегося экономического роста.....	48
1.2.2. Научно-техническая, научно-производственная и информационная революции.....	56
1.2.3. Либерализация финансового законодательства.....	62
1.3. Ускорение глобализационных процессов в контексте деятельности транснациональных корпораций.....	67
Выводы по главе .....	81
<b>Глава 2. Финансовые конгломераты – особая институционально-организационная форма финансовой конвергенции.....</b>	<b>84</b>
2.1. Финансовые конгломераты как универсальные финансовые посредники.....	85
2.2. Финансовый конгломерат – современная форма финансовой конвергенции и его регулирование.....	92
2.3. Конвергенция на рынках финансовых услуг: эффекты для страхового и пенсионного сегментов мирового финансового рынка.....	118
2.3.1. Эмпирический анализ финансовой конвергенции страховых корпораций и пенсионных фондов на финансовых рынках мира.....	129
2.4. Рынок страхования России в контексте перспектив развития финансовой конвергенции.....	136
Выводы по главе.....	149
<b>Глава 3. Пенсионный сегмент мирового финансового рынка: макроэкономический и институциональный анализ.....</b>	<b>152</b>
3.1. Изменения систем социального и государственного пенсионного обеспечения под влиянием глобальных демографических сдвигов и изменения благосостояния.....	153
3.1.1. Увеличение роли пенсионных фондов и страховых корпораций в качестве институциональных инвесторов в мировой экономике.....	171
3.2. Общие подходы к классификации пенсионных систем.....	183
3.3. Эмпирический анализ пенсионных реформ .....	204
3.3.1. Межстрановой сравнительный анализ и оценка пенсионных реформ в развитых экономиках.....	207
3.3.2. Современный этап и результаты пенсионных реформ в странах Восточной и центральной Европы, в России и Китае.....	218

Выводы по главе.....	235
<b>Глава 4. Финансовая конвергенция как механизм повышения конкурентоспособности субъектов финансового рынка.....</b>	<b>240</b>
4.1. Предпосылки трансформации классического типа финансового конгломерата.....	240
4.1.1. Конкуренция за клиента.....	242
4.1.2. Трансфер риска бедности в старости с общественного на индивидуальный уровень.....	246
4.1.3. Банкострахование.....	251
4.1.4. Продуктовая конвергенция.....	260
4.1.5. Изменение потребительского поведения.....	269
4.2. Пенсионные фонды как часть финансового конгломерата.....	271
4.3. Глобальные вызовы и новые тренды развития государственного и межгосударственного регулирования в контексте финансовой конвергенции.....	286
Выводы по главе.....	321
<b>Заключение.....</b>	<b>324</b>
Библиографический список.....	330
Приложения.....	379

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Одной из ключевых характеристик современной мировой финансовой системы является концентрация деятельности среди небольшого числа крупнейших транснациональных финансовых конгломератов. За последние десятилетия мировой финансовый ландшафт серьезно изменился и в настоящее время характеризуется увеличением значимости перераспределения инвестиционных потоков между странами и регионами; изменением структуры обращающихся на рынке финансовых инструментов в пользу их корпоративных и производных типов; увеличением роли индивидуальных инвесторов за счет их участия в схемах коллективных инвестиций; увеличением взаимозависимости всех участников мирового финансового рынка и скорости транзакций из-за стремительного распространения информационно-коммуникационных технологий, универсализации финансовых учреждений, структурной перестройки рынка, усиления конкуренции и пр. Важным глобальным трендом в развитии индустрии финансовых услуг стал также обусловленный конкуренцией процесс все увеличивающегося взаимопроникновения разными участниками различных секторов финансового рынка в его другие сегменты – финансовая конвергенция.

Процессы финансовой конвергенции и образования новых институциональных форм финансовых объединений (финансовых конгломератов) в мировом хозяйстве уже сегодня оказывают заметное влияние на реальный и финансовый секторы, государственные финансы и другие сферы экономики. Финансовая конвергенция и финансовая конгломерация приобретают все большую значимость, выступая в двойственной роли: 1) движущей силы прорывных финансовых технологий и медиаторов структурных сдвигов, сопровождаемых интеграцией банковского, страхового, пенсионного, фондового сегментов мирового финансового рынка;

2) механизма преодоления глобального кризиса концепции «государства благосостояния» и разрушения традиционных пенсионных систем.

В последней трети XX в. происходит крах концепции «государства благосостояния», а вследствие снижения темпов роста рождаемости и повышения продолжительности жизни и кризис пенсионных систем. Развитые страны, а вслед за ними и пост-социалистические государства, ощутили потребность в сохранении уровня жизни, благосостояния и устойчивого среднедушевого дохода широких слоев населения.

Оказалась очевидной необходимость государственной политики самоподдерживающегося экономического роста, увязанной с социальной политикой в области социального страхования и пенсионного обеспечения наряду с созданием долгосрочных схем сбережений с использованием механизмов страхового и пенсионного секторов финансового рынка. Провайдерами такого типа услуг стали страховые компании и пенсионные фонды, которые все чаще функционируют не автономно, а включены в сложные транснациональные финансовые структуры, называемые финансовыми конгломератами.

Эти объединения образуют новые синтетические институты, функционирующие под разными брендами. Складывающиеся тенденции выдвинули множество теоретических и практических проблем, требующих решения. Они вызвали и серьезные дискуссии о значении процессов финансовой конвергенции, а также все увеличивающегося числа транснациональных финансовых конгломератов для развития страхового и пенсионного сегментов мирового финансового рынков в условиях глобализации системы мирохозяйственных связей, продолжающегося экономического спада, меняющих саму концепцию предоставления финансовых услуг.

Состав, структура, собственники этих новых межнациональных организаций завуалированы, их взаимоотношения запутаны, поэтому необходимость исследования функционирования и межгосударственного

регулирования данных институтов с учетом роста их влияния на мировой финансовый рынок, а также экономического значения пенсионного и страхового сектора, выступающих стратегической целью многих институциональных инвесторов: банков, трастовых компаний, взаимных фондов, фондов по управлению активами и т.д., чрезвычайно актуальна.

Пенсионный сегмент финансового рынка наряду со страховым оказался одним из наиболее быстро растущих секторов мировой финансовой системы, и обещает быть еще более динамичным в предстоящие годы. В условиях финансовой конвергенции пенсионного и страхового сегментов финансового рынка пенсионные и страховые активы сегодня являются стратегической целью многих институциональных инвесторов, в том числе банков, трастовых компаний, взаимных фондов, фондов по управлению активами и т.д. Небанковские финансовые посредники в лице страховых корпораций и пенсионных фондов значительно увеличили свое влияние на мировом финансовом рынке в последние 10-15 лет. Руководствуясь долгосрочной политикой, они выступают в роли стратегических инвесторов, стабилизирующих финансовую систему развитых стран и ускоряющих становление фондовых рынков в странах с переходной экономикой. По данным международной организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) общий объем активов пенсионных фондов и страховых корпораций в мире в 2015 г. составил более 56,6 трлн долл., при этом 85 % активов было сосредоточено в пяти крупнейших экономиках мира. Согласно данным Европейского Центрального Банка активы пенсионных фондов и страховых корпораций только еврозоны в 2015 г. достигли 9,4 трлн евро. И несмотря на кризисные явления в мировой экономике, активы пенсионных фондов и страховых компаний продолжают увеличиваться. Более того, активы таких крупнейших международных институциональных инвесторов как пенсионные фонды и страховые компании сопоставимы, а иногда и превышают ВВП стран базирования, что показывает их высокую значимость на мировом финансовом рынке.

**Степень разработанности научной проблемы.** Изучение природы и истоков конвергенции представлены в трудах Дж. Гэлбрейта (Galbraith, J.)<sup>1</sup>, П. Грегори (Gregory, P.)<sup>2</sup>, У. Ростю (Rostow, W.)<sup>3</sup>, А. Д. Сахарова<sup>4</sup>, П. А. Сорокина<sup>5</sup>, Ж. Фурастье (Fourastié, J.)<sup>6</sup> и др. Изучение феномена конвергенции с позиции теории комплексных систем, природы финансового рынка и его сегментов, его роли в современной экономике, анализ влияния финансового сектора на развитие процесса воспроизводства, теории финансовой конвергенции представлены в трудах зарубежных ученых Л. Ван ден Берг (Van den Berghe, L.)<sup>7</sup>, Р. Дорнбуша (Dornbusch, R.)<sup>8</sup>, А. Сантомеро (Santomero, A.)<sup>9</sup>, Х. Д. Скипера (Skipper, H. D.)<sup>10</sup>, А. Франклина (Franklin, A.), И. Фишера (Fisher, I.)<sup>11</sup>, У. Хольцля (Holzl, W.)<sup>12</sup> и др.

Идея эффективного распределения ресурсов в экономике на основе преодоления неопределенности результата инвестирования, снижения риска вложений и увеличения числа альтернативных видов финансовых активов

<sup>1</sup>Новое индустриальное общество: Пер. с англ. / Дж. Гэлбрейт. М.: ООО «Издательство АСТ»: ООО «Транзиткнига»; СПб: Terra Fantastica, 2004. 602 с.

<sup>2</sup>Gregory P., *The Structural Convergence of Economic Systems*. Yearbook of East European Economics. Band 2. 1971. 129 p.

<sup>3</sup>Rostow W. *The Stages of Economic Growth: A non-Communitistic Manifesto*. 1960.

<sup>4</sup> Сахаров А. Д. Размышления о прогрессе, мирном сосуществовании и интеллектуальной свободе / URL:<http://www.sakharov-center.ru/sakharov/works/40.html> (дата обращения: 11.10.2016).

<sup>5</sup> Сорокин П. А. Общие черты и различия между Россией и США. Из истории развития межнациональных отношений в России (фрагменты из книги «Россия и Соединенные Штаты», 1944) // СОЦИС. 1993. № 8. С. 133 – 145.

<sup>6</sup>Fourastié J. *Le Grand Espoir du XXe siècle. Progrès technique, progrès économique, progrès social*. Paris, Presses Universitaires de France, 1949. 224 с.

<sup>7</sup> Van den Berghe L., Verweire K. *Convergence in the Financial Services Industry* // *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*. Palgrave Macmillan. 2000. Vol. 25. № 2. P. 262–272. URL: [https://www.genevaassociation.org/media/236119/ga2000\\_gp25\(2\)\\_van\\_den\\_berghverweire.pdf](https://www.genevaassociation.org/media/236119/ga2000_gp25(2)_van_den_berghverweire.pdf) (дата обращения: 30.10.2016).

<sup>8</sup>Dornbusch R. *Financial Policies and the World Capital Market*, Ed. with P. Aspe and M. Obstfeld. University of Chicago Press, 1983.

<sup>9</sup> Franklin A., Santomero A. *What do Financial Intermediaries Do?* // *Journal of Banking and Finance*. 2001. Vol. 25. № 2. P. 271–29. URL:<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.529.7605> (дата обращения 20.10.2016).

<sup>10</sup>Skipper H. D. *International Risk and Insurance: An Environmental-Managerial Approach*. UK: Irwin, McGraw-Hill, 1998. P. 341.

<sup>11</sup>Fisher I. *The Nature of Capital and Income* Macmillan, 1906. 427 p.

<sup>12</sup>Holzl W. *Convergence of Financial Systems: Towards an Evolutionary Perspective* / Working Paper № 31. Vienna University of Economics and Business Administration, 2003. URL:<http://www.wu-wien.ac.at/inst/vw1/gee/workp.html> (дата обращения 22.10.2016).

была заложена А. Пигу (Pigou, A.)<sup>13</sup> и развита в работах Р. Голдсмита (Goldsmith, R.)<sup>14</sup>, Дж. Герли (Gurley, J.)<sup>15</sup>, М. Фрийдмана (Friedman, M.)<sup>16</sup>, Э. Шоу (Shaw, E.), Й. Шумпетера (Schumpeter, J.)<sup>17</sup>.

Анализ конвергенции с позиций общих изменений финансовых институтов на национальных и региональных финансовых рынках проводили Ди В. Гиачинто (Giacinto, Di V.) и Л. Эспозито (Esposito, L.)<sup>18</sup>, В. Муринде (Murinde, V.)<sup>19</sup> и др. Влияние глобализации, экономических кризисов, неравномерности экономического развития на конвергенцию изучали А. Аткинсон (Atkinson, A.) и Дж. Миклрайт (Micklewright, J.)<sup>20</sup>, М. А. Козе (Kose, M. A.) и Э. Прасад (Prasad, E.)<sup>21</sup>, С. Манганелли (Manganelli, S.)<sup>22</sup>, Э. Саез (Saez, E.)<sup>23</sup>, Ф. Хартманн (Hartmann, Ph.)<sup>24</sup>, Ф. Хаклин (Hacklin, F.)<sup>25</sup> и др.

Проблемы влияния финансовой конвергенции и глобализации на пенсионные схемы, формирование и развитие концепции «государства

<sup>13</sup>Pigou A. C. *The Economics of Welfare*. London: Macmillan and Co. 4<sup>th</sup> ed. 1932. [<http://www.econlib.org/library/NPDBooks/Pigou/pgEW.html>] (дата обращения 22.11.2016).

<sup>14</sup>Goldsmith R. W. *Financial Structure and Development*. New Haven and London: Yale University Press, 1969. 561 p.

<sup>15</sup>Gurley J. G., Shaw E. S. *Money in a Theory of Finance*. Brookings Institution, 1965. 125 p.

<sup>16</sup> Friedman M. *Monetary Trends in the United States and United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867–1975* / M. Friedman, A. J. Schwartz. University of Chicago Press, 1982.

<sup>17</sup> Schumpeter J.A. *Business Cycles: a Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. RindigsFels's abridged edn. McGraw-Hill, New York, 1964.

<sup>18</sup>Giacinto Di V., Esposito L. *Convergence of Financial Structures in Europe: an Application of Factorial Matrix Analysis // Financial Accounts: History, Methods, the Case of Italy and International Comparisons*. Bank of Italy, 2006. URL: <http://www.bancaditalia.it> (дата обращения: 29.03.2016).

<sup>19</sup>Murinde V. *Patterns of Corporate Financing and Financial System Convergence in Europe* / Murinde, V., Agung, J., Mullineux, A. // *Review of International Economics*. 2004. № 12(4). P. 693–705. URL:<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-9396.2004.00476.x/abstract> (дата обращения 29.10.2016).

<sup>20</sup> Atkinson A., Micklewright J. *Economic Transformation in Eastern Europe and the Distribution of Income*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992. 219 p.

<sup>21</sup>Kose M. A., Prasad E. *Financial Globalization and Economic Policies* / Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., Shang-Jin W. URL:<http://users.nber.org/~wei/data/handbook-chapter-on-financialglobalization/FinancialGlob-handbook-Dec2009.pdf> (дата обращения 11.10.2016).

<sup>22</sup>Manganelli S. *Financial Integration and Risk Sharing: The Role of Monetary Union* / Manganelli, S., Ozcan, K., S., Papaioannou, E. et al. // *The Euro at Ten: 5th European Central Banking Conference, ECB*. 2008. P. 272. URL: <http://www.openaccess.city.ac.uk/1116/1/> (дата обращения 12.10.2016).

<sup>23</sup>Saez E., Esther D. *Participation and Investment Decisions in a Retirement Plan: The influence of colleagues' choices* // *Journal of Public Economics*. 2002. 85. PP.121-148.

<sup>24</sup> Hartmann Ph., Maddaloni A., Manganelli S. *The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives* // *ECB Working Paper*. 2003. № 230. P. 55. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp230.pdf> (дата обращения: 29.03.2016).

<sup>25</sup>Hacklin F. *Management of Convergence in Innovation Strategies and Capabilities for Value Creation Beyond Blurring Industry Boundaries*. Physica-Verlag Heidelberg, 2008. 260p. doi 10.1007/978-3-7908-1990-8



благосостояния», реформирование пенсионных систем, переход от государственных к частным пенсионным схемам, формирование доходов в пенсионном возрасте рассматривали К. Арза (Arza, C.)<sup>26</sup>, Г. Боноли (Bonoli, G.),<sup>27</sup> Дж. Майлз (Myles, J.) и П. Пирсон (Pierson, P.)<sup>28</sup>, Л. Морено (Moreno, L.)<sup>29</sup>, А. Номура (Nomura, A.)<sup>30</sup>, И. Посель (Peaucelle, I.)<sup>31</sup>, Ф. Фабозци (Fabozzi, F.)<sup>32</sup>, Г. Эсприн-Андерсен (Esprin-Andersen, G.)<sup>33</sup> и др.

При подготовке рукописи автор опирался также на работы У. Айхорна (Eichhorn, W.)<sup>34</sup>, Е. Берглофа (Berglöf, E.)<sup>35</sup>, Дж. Бирна (Byrne, J.) и Е. Девиса (Davis, E.)<sup>36</sup>, М. Кухара (Kuhara, M.)<sup>37</sup>, Д. Канемана (Kahneman, D.)<sup>38</sup>, Т. Пикетти (Piketty, Th.)<sup>39</sup>, Н. Б. Болдыревой<sup>40</sup> и др., посвященные трансформации роли институциональных инвесторов (таких как пенсионные

<sup>26</sup> Arza C. Welfare Regimes and Distributional Principles. EUU Working papers. RSCAS. 2006. № 30. URL: <http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/6256/RSCAS-2006-30.pdf?sequence=1> (дата обращения 12.05.2016).

<sup>27</sup> Bonoli G. Two Worlds of Pension Reform in Western Europe // Comparative Politics. 2003. № 35(4). pp. 399–416. URL: <http://www.econ.jku.at/members/WinterEbmer/files/papers/bonoli.pdf> (дата обращения 27.09.2016).

<sup>28</sup> Myles J., Pierson P. The Comparative Political Economy of Pension Reform, in the New Politics of the Welfare State, ed. by P. Pierson. Oxford University Press, Oxford. 2001. URL: <http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/0198297564.001.0001/acprof-9780198297567-chapter-11> (дата обращения 10.10.2016).

<sup>29</sup> Moreno L. Post-crisis and the Bronze Age of Welfare in Europe. Instituto de Políticas y Bienes Públicos (IPP) CSIC, Working Paper. 2016.

<sup>30</sup> Nomura A. Emerging Financial Conglomerates in The Japanese Financial Market: Trends and Issues. URL: [http://www.tcf.or.jp/data/20021203-04\\_Akiko\\_Nomura.pdf](http://www.tcf.or.jp/data/20021203-04_Akiko_Nomura.pdf) (дата обращения: 22.10.2016).

<sup>31</sup> Peaucelle I. Sovereign vs Pension Funds of BRIC/CNRS, Paris School of Economics International conference BRIC: Step by step / St.Petersburg. Smolny. May 14-15.2009.

<sup>32</sup> Fabozzi F. J., Choundhry M. The Handbook of European Structured Financial Products. USA: Wiley, 2004. P.800. URL: <http://eu.wiley.com/WileyCDA/WileyTitle/productCd-0471662070.html> (дата обращения 12.10.2016).

<sup>33</sup> Esprin-Andersen G. The Three Worlds of Welfare Capitalism. - Polity, Cambridge. 1990. URL: <http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1134169.files/Readings%20on%20Social%20Democracy/Esping%20Anderson%20-%20The%20Three%20Worlds%20of%20Welfare%20Capitalism.pdf> (дата обращения 26.06.2016).

<sup>34</sup> Eichhorn W. (ed.) Models and Measurement of Welfare and Inequality. Berlin, 1954. URL: <http://www.springer.com/us/book/9783642790393> (дата обращения: 06.10.2016).

<sup>35</sup> Berglöf E. Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems: in M. Aoki, B. Gustafson, and O. E. Williamson (eds.), The Firm as a Nexus of Treaties, Sage Publications: London, 1990. URL: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Berglof\\_48.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Berglof_48.pdf) (дата обращения: 10.11.2016).

<sup>36</sup> Byrne J. P., Davis E. P. A Comparison of Balance Sheet Structures in Major EU Countries, National Institute Economic Review. 2002. № 180. P. 83–95.

<sup>37</sup> Kuhara M. US and European Financial Conglomerate Organizations and Their Implications for Japan and Other Large Diversified Financial Firms in Asia, 2006. URL: [http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS\\_V21\\_Kuhara.pdf](http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS_V21_Kuhara.pdf) (дата обращения: 02.05.2016).

<sup>38</sup> Kahneman D., Diener E., Schwarz N. Well-being: The Foundations of Hedonic Psychology. New York: Russell Sage Foundation, 1999. 697 p. URL: <http://www.jstor.org/stable/10.7758/9781610443258> (дата обращения: 12.10.2016).

<sup>39</sup> Piketty Th. Capital in the Twenty-First Century. Harvard University Press, 2014. 640 p.

<sup>40</sup> Болдырева Н. Б. Коллективные инвесторы в регионе (о факторах развития и ограничителях роста) // Вестник Финансового университета. 2005. № 4. С. 117–126.

фонды и страховые компании), финансовым посредникам и их модификации в условиях глобализации и конвергенции в разных странах и отдельных регионах мирового хозяйства, изучению благосостояния домохозяйств.

Среди отечественных ученых проблема финансовой конвергенции и финансовых конгломератов в условиях глобализации мирового хозяйства ранее исследовалась лишь в работах Н. Г. Адамчук<sup>41</sup>, Н. П. Кузнецовой<sup>42</sup>, Г. В. Черновой. В настоящее время появляются исследования новых авторов, например, Н. В. Болдыревой, Л. Г. Решетниковой<sup>43</sup>. В то же время отечественные ученые давно занимаются вопросами, являющимися смежными для рассмотрения проблем финансовой конвергенции и конгломерации. Так, международный опыт регулирования страховой деятельности и развитие отечественного рынка в условиях присоединения России к ВТО нашли отражение в работах И. Б. Котлбовского<sup>44</sup>, И. С. Меркурьевой<sup>45</sup>, вопросы платежеспособности крупных международных финансовых посредников – в работах Л.А. Орланюк-Малицкой<sup>46</sup>, Н. П. Кузнецовой<sup>47</sup>, Г. В. Черновой<sup>48</sup>, роль и место страхования в личном финансовом планировании – в работах В. Х. Эченикэ<sup>49</sup>. Развитию мирового финансового рынка в условиях глобализации уделено внимание в трудах

<sup>41</sup>Адамчук Н. Г. Регулирование мировой торговли страховыми услугами в ВТО/ Н. Г. Адамчук, С. Н. Асабина, Н. А. Ключенко – М.: Анкил, 2003.

<sup>42</sup> Кузнецова Н. П., Чернова Г. В. Конвергенция в сфере финансовых услуг // Вестник СПбГУ. Серия 5. 2001. Выпуск 4. №23. С.129–136.

<sup>43</sup>Решетникова Л. Г. Рыночные отношения в архитектуре современной финансовой системы // Экономика и предпринимательство. 2014. № 11–3 (52-3). С. 83–86.

<sup>44</sup>Котлбовский И. Б., Саган А. И. Государственное регулирование страхового рынка России в условиях вступления в ВТО // Финансы. № 12. 2012.

<sup>45</sup> Меркурьева И. С. Международный опыт регулирования страховой деятельности / Н. П. Кузнецова, И. С. Меркурьева // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2006. № 1. С. 138–150.

<sup>46</sup>Орланюк-Малицкая Л. А. Проблемы интеграции российского страхового рынка // Вестник экономической интеграции. 2012. № 3. С. 78–83.

<sup>47</sup> Кузнецова Н. П. Формирование механизма страхового посредничества в финансовых конгломератах / Н. П. Кузнецова, Ж. В. Писаренко // Вестн. С.-Петербургского ун-та. Сер. 5: Экономика. 2011. Вып. 4. С. 7687.

<sup>48</sup>Чернова Г. В. Особенности инвестиционной деятельности страховой организации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2009. № 1. С. 86–99.

<sup>49</sup>Эченикэ В. Х. Продолжительность жизни и воспроизводство страховых компаний в России / О. А. Гусева, В. Х. Эченикэ // Финансы. 2015. № 7. С. 50–56.

Е. Ф. Авдокушина<sup>50</sup>, Г. Н. Белоглазовой<sup>51</sup>, Ю. Б. Власенковой<sup>52</sup>, С. В. Котелкина<sup>53</sup>, Т. В. Никитиной<sup>54</sup>, Д. Ф. Скрипнюк<sup>55</sup>, Т. А. Федоровой<sup>56</sup>, Р. Т. Юлдашева<sup>57</sup>.

Предлагаемое в диссертационной работе определение экономической категории «финансовая конвергенция» обобщило результаты исследований Л. Ван Ден Берге, Г. В. Черновой, Н. П. Кузнецовой, В. Малконена (Mälkönen, V.)<sup>58</sup>, М. Массимо (Massimo, M.)<sup>59</sup>, В. Муринде (Murinde, V.)<sup>60</sup>, Ди В. Гиачинто (Giacinto, Di V.) и Л. Эспозито (Esposito, L.)<sup>61</sup>, Р. Барро (Barro, R.) и Х. Сала-и-Мартина (Sala-i-Martin, X.)<sup>62</sup>, Л. Баеле (Baele, L.), А. Феррандо

<sup>50</sup>Авдокушин Е. Ф. Процесс глокализации как форма развития глобальной экономики // Ученые записки Международного банковского института. 2014. № 8-2. С. 9-12.

<sup>51</sup>Белоглазова Г. Н. Современные тенденции развития банковского бизнеса // Вестник ОГУ. 2002. № 4. С. 30-34.

<sup>52</sup>Власенкова Ю. Б. Перспективы развития финансовых супермаркетов в России // Банковское дело. 2007. № 6. С. 88–90.

<sup>53</sup>Котелкин С. В., Котелкин В. И. Обменные курсы и сравнительная инфляция: равновесные уровни и валютные «аномалии» // Вестн. С.-Петербургского ун-та. Сер. 5: Экономика. 2007. Вып. 4. С. 76–87.

<sup>54</sup>Никитина Т. В. Интеграция европейских финансовых рынков: текущее состояние и перспективы развития // Финансовый мир. 2006. Вып. 3. С. 28-31.

<sup>55</sup>Скрипнюк Д. Ф. Понятие «финансовая услуга» в теориях экономических школ и международной практике статистического учета / Е. С. Ромашкина, Д. Ф. Скрипнюк // Научное обозрение. 2014. № 11-1. С. 177-188.

<sup>56</sup>Федорова Т. А. Факторы оптимизации издержек страховой компании // Налогообложение, учет и отчетность в страховой компании. 2009. № 4. С. 15-19.

<sup>57</sup>Юлдашев Р. Т. Использование международного опыта построения национального страхового законодательства с учетом вступления в ВТО / Р. Т. Юлдашев, И. Н. Жук. // Путеводитель предпринимателя. 2011. № 12. С. 301-309.

<sup>58</sup>Mälkönen V. The Efficiency Implications of Financial Conglomeration. Finland's Banks Diskussionsunderlag. 2004. URL:[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=617863](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=617863) (дата обращения 19.10.2016).

<sup>59</sup>Massimo M., Rehman Z. Information Flows Within Financial Conglomerates: Evidence from the Banks-mutual Funds Relationship // Journal of Financial Economics. 2008. № 89(2). p. 288-306. URL:<http://fulltext.study/preview/pdf/960046.pdf> (дата обращения: 20.05.2016).

<sup>60</sup>Murinde V. Patterns of Corporate Financing and Financial System Convergence in Europe/ Murinde, V., Agung, J., Mullineux, A. // Review of International Economics. 2004. № 12(4). P. 693–705. URL:<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-9396.2004.00476> (дата обращения 29.10.2016).

<sup>61</sup>Giacinto Di V., Esposito L. Convergence of Financial Structures in Europe: an Application of Factorial Matrix Analysis // Financial Accounts: History, Methods, the Case of Italy and International Comparisons. Bank of Italy, 2006. URL: <http://www.bancaditalia.it> (дата обращения: 29.03.2016).

<sup>62</sup>Barro R., Sala-i-Martin X. Economic Growth. London: The MIT Press, 1998. P. 336. URL:[http://web.mit.edu/14.451/www/451\\_syllabus.pdf](http://web.mit.edu/14.451/www/451_syllabus.pdf) (дата обращения 22.10.2016).

(Ferrando, A.) и П. Хердаля (Hoerdahl, P.)<sup>63</sup>, К. Христова (Hristov, K.) и Р. Розенова (Rozenov, R.)<sup>64</sup>, М. Фрацшера (Fratzscher, M.)<sup>65</sup>.

Из сказанного выше следует, что в зарубежной и отечественной научной литературе до сих пор ощущается недостаток теоретических исследований как проблемы собственно финансовой конвергенции и финансовых конгломератов, так и вопросов их влияния на изменение роли пенсионных фондов и страховых компаний в этих транснациональных финансовых группах. Изменения, происходящие в финансовых системах в современных условиях, не могут быть объяснены ни традиционными эволюционными теориями, ни классическими институциональными теориями. Необходим многоуровневый институциональный анализ, учитывающий взаимозависимости между национальными и транснациональными институтами.

На данный момент в научном сообществе не существует единства взглядов ни по одному из основных вопросов, относящихся к деятельности финансовых конгломератов, а именно: что такое финансовые конгломераты, какова их структура, каковы причины ее изменения; по каким причинам регуляторы не препятствуют включению в структуру конгломерата таких особо социально значимых институтов как пенсионные фонды и пр.

Ответ на последний вопрос особенно актуален вследствие того, что страховые компании и пенсионные фонды играют в настоящее время все возрастающую роль в экономике как развитых, так и развивающихся стран. Руководствуясь долгосрочной политикой, они выступают в роли

---

<sup>63</sup>Baele L., Ferrando A., Hoerdahl P. et. all. Measuring Financial Integration in the Euro Area. Occasional Paper Series, 14. 2004. European Central Bank. URL:[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=749045](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=749045) (дата обращения 07.04.2016).

<sup>64</sup>Hristov K., Rozenov R. Financial Convergence in the New EU Member States. Working Paper / FINESS 1.2, DIW Berlin, 2009. URL: [https://www.researchgate.net/publication/46450302\\_Financial\\_Convergence\\_in\\_the\\_New\\_EU\\_Member\\_States](https://www.researchgate.net/publication/46450302_Financial_Convergence_in_the_New_EU_Member_States) (дата обращения: 15.10.2016).

<sup>65</sup>Fratzscher M. Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets // International Journal of Finance and Economics. 2002. № 7. P. 165–193. URL: <http://www.dx.doi.org/10.1002/ijfe.187> (дата обращения: 29.03.2016).

стратегических инвесторов, стабилизирующих финансовую систему развитых стран и ускоряющих становление фондовых рынков в странах с переходной экономикой.

Фактором финансовой конвергенции стали и пенсионные реформы, направленные на перенесение риска бедности в старости с общественного на индивидуальный уровень. Предоставляя налоговые и иные преференции на долгосрочные инвестиционные вложения, на участие граждан в долгосрочных страховых программах и пенсионных схемах, государство, тем самым, обуславливает необходимость разработки дополнительных схем долгосрочных коллективных финансовых инвестиций, в том числе основанных на финансовой конвергенции. Последнее ведет к появлению, например, таких инновационных гибридных конвергированных финансовых продуктов как паевые и индексированные страховые полисы, депозитные пенсионные сертификаты, переменные аннуитеты и пр.

Другим важным фактором финансовой конвергенции явилась инфляция, которая в последнее десятилетие XX в. в развитых странах при высокой (вследствие регулирования валютных курсов) учетной ставке процента была относительно невелика. Последнее стимулировало клиентов к вложениям в долгосрочные схемы сбережений, предлагаемые пенсионными фондами и страховыми компаниями, так как они стали конкурентоспособными с традиционными банковскими депозитами. Стратегический подтекст этих соображений и поставленных вопросов определяют формулировку цели, задач, объекта и предмета диссертационной работы.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Целью данного исследования является развитие общей теории финансовой конвергенции и ее основной институционально-правовой формы – финансового конгломерата, а также теоретических проблем и практических вопросов финансовой конвергенции страхового и пенсионного сегментов мирового финансового рынка.

В рамках обозначенной цели сформулированы следующие **задачи**:

- уточнить сущность финансовой конвергенции как механизма одновременного повышения международной конкурентоспособности, а также выявить и раскрыть основные теоретические вопросы финансовой конвергенции на пенсионном и страховом сегментах мирового и национальных рынках финансовых услуг;

- в контексте финансовой конвергенции раскрыть сущность финансовых конгломератов как особой институционально-организационной формы транснациональных корпораций и выявить проблемы регулирования их деятельности на национальном и международном уровнях;

- определить методологические подходы к анализу государственного и межгосударственного регулирования и направлений его модификации в новой глобальной институциональной среде;

- выявить роль и место в мировой экономике пенсионных фондов и страховых компаний как международных институциональных инвесторов с учетом их роли в процессах финансовой конвергенции;

- оценить специфику современного этапа развития мирового и отечественного рынка страхования и обобщить особенности механизмов изменения систем социального и государственного пенсионного обеспечения под влиянием увеличения глобальной конкуренции, демографических сдвигов и изменения благосостояния;

- сопоставить сценарии пенсионных реформ в Великобритании, Германии, Италии, Польше, Китае и России; выявить общие тенденции их модернизации, а также провести сравнение сценариев реформирования накопительной пенсионной компоненты в развитых странах (Великобритании, Нидерландов) и в государствах с развивающимися рынками (Польша, Чехия, Россия, Китай);

- показать, что страховые компании и пенсионные фонды как части глобальных финансовых конгломератов обладают более высокой конкурентоспособностью, чем индивидуальные акторы (субъекты) мирового финансового рынка.

**Область исследования.** Диссертационное исследование выполнено по специальностям 08.00.14 - «Мировая экономика» и 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта научных специальностей ВАК (экономические науки).

08.00.14 – «Мировая экономика» (8. Эволюция мирохозяйственного механизма. Регулирование экономических процессов на национальном и международном уровнях; 9. Международные экономические организации, их роль в регулировании мировой экономики. Участие в них России; 10. Взаимодействие государства и бизнеса на национальном и международном уровнях, Экономическая роль неправительственных организаций в национальной и мировой экономике; 17. Мировой рынок товаров и услуг: тенденции развития, отраслевая и фирменная структура; 18. Методические аспекты международной конкурентоспособности. Формы и методы конкуренции в различных секторах мирового рынка; 23. Место и роль транснациональных корпораций в современной мировой экономике, их взаимодействие с национальными хозяйствами стран базирования и стран пребывания их зарубежных филиалов; 24. Международная деятельность банков, инвестиционных и страховых компаний, пенсионных фондов и других финансовых институтов).

08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» (1. «Финансовая система» по следующим разделам: 1.4. Современные концепции и теории финансов и их использование в деятельности финансовых институтов; 1.5. Финансовые институты: теория, методология, закономерности развития и совершенствование управления; 1.6. Институциональные аспекты финансовой системы; 1.11. Особенности и экономические последствия финансовой глобализации; 7. «Рынок страховых услуг» по следующим разделам: 7.1.

Современные тенденции организации и функционирования системы страхования и рынка страховых услуг; 7.4. Формирование теоретических и методологических основ новых видов страховых продуктов и систем социальной поддержки и защиты населения страны; 7.5. Развитие систем страхования и страхового рынка в современных условиях; 7.6. Теоретические и методологические проблемы повышения и обеспечения конкурентоспособности страховых услуг и организаций; 7.10. Страховые компании, паевые инвестиционные фонды и пенсионные фонды: совершенствование методов составления рейтингов и раскрытия информации).

**Объектом исследования** являются глобальные финансовые конгломераты – институты мирового финансового рынка в контексте рассмотрения страховых компаний и пенсионных фондов как ведущих компонент этих институтов.

**Предметом исследования** выступает совокупность социально-экономических отношений, складывающихся в мировом хозяйстве в процессе формирования особой институционально-организационной формы финансовой конвергенции – глобальных финансовых конгломератов, ведущим ядром которых наряду с кредитно-финансовыми и страховыми организациями становятся пенсионные фонды, что требует создания национальных и глобальной систем регулирования деятельности финансовых конгломератов.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретической базой данного диссертационного исследования послужили концепции и фундаментальные положения, нашедшие свое отражение в монографиях, научных трудах зарубежных и отечественных авторов, а также в разработках международных организаций научных и исследовательских центров по проблемам финансовой конвергенции и конгломерации. Автором была использована определенная совокупность методов исследования: (историко-экономический, структурно-функциональный, сравнительный



методы анализа; аналитический, системный, общенаучные и диалектический методы теоретического и эмпирического познания, методы экспертных оценок, методы эконометрического анализа, включая сравнение, формирование группировок, экономико-статистический анализ), что позволило провести сопоставление и оценку особенностей развития финансовых рынков, финансовой конвергенции и конгломерации и реформирования пенсионных систем различных стран мира.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили информационные базы статистических данных международных организаций (ОЭСР, ООН, Международной Организации Труда, Всемирного Банка, Международного Валютного Фонда и др., государственных статистических агентств РФ, США, Великобритании, Японии, стран Европейского Союза и др.), размещенные в открытом доступе на официальных сайтах этих организаций в сети Интернет; нормативные правовые акты РФ, Европейского Союза, а также отдельных зарубежных стран; информация, содержащаяся в научных публикациях и периодической печати, а также на сайтах страховых организаций, государственных и автономных пенсионных фондов, консалтинговых и рейтинговых агентств.

**Обоснованность и достоверность результатов исследования** определяется тем, что сформулированные в диссертации новые научные положения и авторские разработки согласованы с базовыми положениями фундаментальной экономической науки и международной экономической политики. Все авторские разработки аргументированы, осуществлены с использованием большого перечня методов научных исследований, апробированы на международных и российских научно-практических конференциях, опубликованы в монографиях, учебно-методических пособиях, статьях в научных журналах, в т. ч. входящих в перечень ВАК, международные базы цитирования Scopus, WebofScienceCoreCollection и др.

## **Научная новизна и основные результаты исследования**

**Научная новизна** диссертации заключается в разработке и развитии общей концепции финансовой конвергенции и конгломерации в условиях устойчивого развития современной системы мирохозяйственных связей; в раскрытии их сущности и содержания на страховом и пенсионном сегментах мирового и национальных рынков финансовых услуг, а также особенностей, обусловленных реформированием социально-экономических систем развитых стран и государств с быстро развивающимися рынками; в выработке рекомендаций по регулированию процессов финансовой конвергенции этих сегментов финансового рынка на национальном и международном уровнях.

В процессе работы получены и выносятся на защиту следующие наиболее существенные **научные результаты**:

### **По специальности 08.00.14 «Мировая экономика»:**

1. Выявлена сущность процесса финансовой конвергенции в условиях современного развития теории и практики мирохозяйственных связей; при этом финансовая конвергенция представлена как механизм повышения международной конкурентоспособности субъектов различных секторов мирового финансового рынка, основанный на взаимопроникновении их деятельности.
2. Доказано, что финансовые конгломераты как субъекты мирового рынка финансовых услуг получают дополнительные международные конкурентные преимущества, в том числе в сфере страхования, банковской деятельности, инвестирования и пенсионного обеспечения, чему способствует конвергенция соответствующих интересов различных институциональных участников системы мирохозяйственных связей.
3. Раскрыто экономическое содержание «финансового конгломерата» как особой институционально-организационной формы транснациональных корпораций, появление которой обусловлено процессами финансовой конвергенции на мировых финансовых рынках.

4. Выявлены параметры, проявления и проблемы финансовой конвергенции в современной мировой экономике в результате воздействия глобализационных процессов на развитие страхового и пенсионного секторов финансового рынка как ведущих компонентов трансформации социально-ориентированных систем и их пенсионно-страхового ядра. Показано, что происходящий в развитых и пост-социалистических странах процесс реформирования определяет необходимые элементы управления процессом финансовой конвергенции при одновременном выявлении основных причин провалов регулирования деятельности финансовых конгломератов на национальном и международном уровнях.
5. Выделены факторы, способствующие глобальной конвергенции мировых финансовых рынков, а также их институциональных участников и доказано, что при снижении роли государственных и межгосударственных схем социального обеспечения новыми элементами глобальной финансовой конвергенции становятся вследствие особой социальной значимости национальные и международные пенсионные фонды, и страховые компании, что выступает основой разработки новой концепции современного государства благосостояния.
6. Предложены перспективные направления развития как национального, так и межгосударственного регулирования страхового и пенсионного сегментов мирового финансового рынка, в том числе с учетом необходимости адаптации к новой институциональной среде, вытекающей из присоединения России к ВТО.
7. Разработана значимая для условий устойчивого развития современной системы мирохозяйственных связей методика нового сценария построения социального государства, заключающаяся в сопоставлении социально-ориентированных пенсионных реформ, реализуемых в разных странах и регионах мирового хозяйства. Предлагаемая методика основана на использовании двух критериев - реализации пенсионных прав населения и действующего механизма перераспределения рисков, что позволяет в

отличие от ранее известных методик доказать преимущества реформирования пенсионно-страховых схем, включенных в процесс международной финансовой конвергенции.

**По специальности 08.01.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»:**

1. Предложены принципы формирования пенсионных прав (остаточный, плоский, коридорный, эквивалентный), которые используются для построения разных траекторий развития национальных пенсионных систем, что дает возможность оценить соответствующие финансовые последствия применения каждой из них. Выявлены направления реформирования государственного регулирования накопительной пенсионной компоненты в развитых странах и странах с развивающимися рынками.
2. Обоснована возможность использования методики сигма-конвергенции для анализа деятельности субъектов национального и мирового финансового рынка (в части его страхового и пенсионного сегментов). При анализе процессов финансовой конвергенции в России определены ее особенности; обоснована и выделена новая для Российской Федерации тенденция переноса рисков бедности в старости с государственного на индивидуальный уровень страхования; показаны «болевы точки» регулирования пенсионного и страхового сегментов национального финансового рынка.
3. Разработаны механизмы мотивации участия граждан в наиболее результативных схемах пенсионного обеспечения, позволяющие потребителям при принятии финансовых решений избежать ошибок, связанных с финансовыми продуктами длительного пользования.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.**

**Теоретическая значимость** диссертационного исследования состоит в развитии концепции финансовой конвергенции в современной системе

мирохозяйственных связей и раскрытии ее особенностей и значения для рынков страховых и пенсионных услуг, включая их международный сегмент; в предложении преобразований роли таких субъектов мирового финансового рынка как пенсионные фонды и страховые компании для структурной трансформации испытывающего системный кризис социально-ориентированного государства, что содействует разработке новой концепции современного государства благосостояния, способствующей устойчивому развитию мировой экономики в период глобальной турбулентности; в раскрытии содержания особой институционально-организационной формы ТНК – финансового конгломерата; в теоретическом обосновании направлений модификации страхового и пенсионного секторов мирового финансового рынка в рамках проводимых социально-ориентированных пенсионных реформ в разных странах и регионах мира.

**Практическая значимость** исследования заключается в возможности использования его результатов для: (а) совершенствования моделей государственного и межгосударственного регулирования деятельности финансовых конгломератов, включающих пенсионную и страховую компоненты; (б) проведения сравнительного анализа и выработки тактических и стратегических решений по обеспечению конкурентоспособности региональных, федеральных страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов в качестве социально-ориентированных центров построения региональных и федеральных стратегий устойчивого развития; (в) повышения финансовой грамотности, компетентности и активности населения и юридических лиц – резидентов РФ, связанных с пенсионным и страховым обеспечением; (г) вовлечения средств населения в инвестиционный процесс на долгосрочной основе и формирования внутреннего инвестиционного потенциала страны и сценария самоподдерживающегося экономического роста, способствующего повышению благосостояния населения.

Результаты исследования были использованы в деятельности автора как члена рабочей группы по разработке программы «Комплексного инновационно-информационного развития аграрно-индустриальных регионов РФ на основе опыта формирования модели конкурентной периферии малых и ультра-малых экономик ЕС» (2012 г., Новгородская область), разделы «Развитие микрострахования в Новгородской области» и «Финансовые услуги и возможности внедрения в регионе единой социальной карты»; в рамках гранта DAAD - для разработки и чтения курсов по магистерской программе в Свободном университете Берлина (2015 г.). Выполненное исследование может быть использовано отдельными представителями бизнеса для разработки стратегических направлений развития и новых финансовых продуктов. Отдельные теоретические положения и методические разработки могут быть использованы ВУЗами при преподавании дисциплин «Мировая экономика и МЭО», «Мировой страховой рынок и государственное регулирование», «Пенсионное страхование», «Личное страхование», «Управление рисками и страхование» и ряда спецкурсов по мировому финансовому рынку, национальным пенсионным системам и моделям страхования.

**Апробация результатов исследования** происходила в течение 2008–2017 гг. в основном в форме:

- докладов, сообщений и выступлений на международных конференциях. (В 2009 г. на международной конференции, организованной Университетом г. Риги, Латвия «Current Issues In Management Of Business And Society Development», май 2009 г.; на Международной научной конференции «Мировой экономический кризис и Россия: причины, последствия, пути преодоления», Санкт-Петербург, ноябрь 2009 г. В 2010 г. на международной научной конференции, посвященной 70-летию со дня основания Экономического факультета СПбГУ, октябрь 2010 г. В 2011 г. на Международном страховом форуме «Взаимодействие государства и страховых организаций: проблемы и перспективы развития», июнь 2011 г., г. Пермь; на Международной научно-практической конференции, посвященной

10-летию кафедры управления рисками и страхования «Пути развития теории и практики современного страхования», Санкт-Петербург, октябрь 2011 г.; в 2012 г. на Международной научной конференции «New Challenges Of Economic and Business Development-2012», май 2012 г., организованной Университетом г. Рига, Латвия; на международной конференции «Manažment v 21. storočí: problémy a východiská», апрель 2012 г., организованной Высшей школой менеджмента, г. Братислава. В 2013 г. на 9-й Международной конференции «9-th Eurasia Business and Economic Society Conference», организованной Евразийским обществом экономики и бизнеса (EBES), г. Рим, Италия; на международном симпозиуме «The Economic Crisis: Time For A Paradigm Shift. Towards A Systems Approach», январь 2013 г., организованной Университетом г. Валенсии, Испания; на Международной научно-практической конференции «Страховые интересы современного общества и их обеспечение», июль 2013 г., г. Саратов; на V Молодежном экономическом форуме «Международная экономическая интеграция», ноябрь 2013 г., организованном Государственным университетом г. Петрозаводска и Правительством Республики Карелия. В 2014 г. на Международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие: общество и экономика», посвященной 290-летию СПбГУ, апрель 2014 г.; на II Международной научно-практической конференции «Теоретические и прикладные аспекты современной науки», г. Белгород, август 2014 г. В 2015 г. на Международном экономическом симпозиуме - 2015, II Международной научно-практической конференции, посвященной 75-летию экономического факультета СПбГУ, апрель 2015 г; на VI Международной научно-практической конференции «Архитектура финансов: геополитические дисбалансы и потенциал развития национальных финансовых систем», организованной СПбГЭУ, апрель 2015 г. В 2016 г. на Международной конференции «New Challenges of Economic and Business Development – 2016», май 2016 г., организованной университетом г. Рига, Латвия; на III Международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие: общество и экономика, организованной СПбГУ,

апрель 2016 г., Санкт-Петербург, что подтверждается опубликованными докладами и тезисами);

- докладов основных положений диссертации на всероссийских научных и научно-практических конференциях. В 2008 г. на научно-практической конференции «Актуальные проблемы менеджмента в России на современном этапе: проблемы внедрения управленческих инноваций в мезоэкономических системах», Санкт-Петербург; в 2009 г. на I Всероссийской научно-практической конференции: «Насущные вопросы формирования системы социального страхования и пенсионного обеспечения», Санкт-Петербург;

- публикация результатов исследований осуществлена в трех монографиях (одна без соавторов), девяти учебниках и учебных пособиях, а также в 55 научных статьях и тезисах, в т. ч. в 17 статьях в изданиях, номинированных Высшей аттестационной комиссией, в 5 статьях из международных научных библиографических и реферативных баз данных Scopus и Web of Science и в 12 изданиях на английском языке. Всего по теме опубликовано 69 работ общим объемом текста более 89,5 п. л.

### **Структура, содержание и логика исследования**

Диссертация состоит из введения, 4 глав основного текста, заключения, библиографического списка и приложений. Основное содержание работы изложено на 388 страницах. В список литературы входят 365 источников, в том числе 246 – на иностранных языках).

Во **введении** обоснована актуальность темы, определены цель, задачи, предмет, объект, теоретический, методологические, информационные основы исследования, отражены научная новизна и практическая значимость полученных результатов.

В **первой главе** «Теоретические основы конвергенции в условиях глобализации и финансовая конвергенция» излагаются теоретические основы конвергенции, которые сформировали новые очертания современной мировой финансовой системы, вопросы увеличения роли финансов в мировой экономике и глобальные тенденции на финансовых рынках. Особое внимание



автор уделяет рассмотрению трактовки частного вида понятия конвергенции – финансовой конвергенции, связанной с конвергенцией продуктов и услуг в финансовых конгломератах, а также ускорению процессов глобализации под влиянием транснациональных корпораций.

Во **второй главе** «Финансовые конгломераты – особая институционально-организационная форма финансовой конвергенции» логика изложения предопределила переход к анализу понятийного аппарата и теории финансовой конвергенции, к исследованию ведущих институтов глобальной финансовой конвергенции – банков и страховых корпораций, активное взаимодействие которых привело к новому виду объединения капитала, получившему название финансового конгломерата, и определило оценку перспектив модификации институциональных форм последнего. Показаны эффекты от финансовой конвергенции и проведен эмпирический анализ конвергенции на пенсионном и страховом сегментах мирового финансового рынка.

В **третьей главе** «Пенсионный сегмент мирового финансового рынка: макроэкономический и институциональный анализ» увеличение роли институциональных инвесторов в лице страховых корпораций и пенсионных фондов рассмотрено сквозь призму глобальных демографических сдвигов и изменения благосостояния. Проведен эмпирический анализ пенсионных реформ в разных странах мира, меняющих принципы и механизмы управления риском бедности в старости и перенесение ответственности за благосостояние в период старости с общественного на индивидуальный уровень. Реформы оказывают непосредственное влияние на поведение экономических субъектов и рост экономики в целом. Прежде всего, это касается склонности людей к сбережениям и их трудовой мотивации. При этом, поскольку преобразования затрагивают практически всех членов общества, совокупный эффект данных изменений оказывается настолько существенным, что приводит к изменению макроэкономических параметров.

**В четвертой заключительной главе** «Финансовая конвергенция как механизм повышения конкурентоспособности субъектов мирового финансового рынка» излагаются предпосылки трансформации финансового конгломерата классического типа и включения в него «пенсионного бизнеса» – конвергенции как источника финансовых инноваций, которые возникают на стыке финансовых технологий. Затем анализируются главные вызовы государственному регулированию пенсионного и страхового сегментов национальных и мирового финансовых рынков, и новой институционально-организационной формы финансовой конвергенции – финансового конгломерата; а также раскрыты перспективные тенденции развития эффективного государственного, регионального и международного регулирования.

**В заключении** в обобщенном виде изложены итоги диссертационного исследования и сформулированы основные выводы.

## **Глава 1. Теоретические основы конвергенции в условиях глобализации и финансовая конвергенция**

### **1.1. Теоретические основы анализа конвергенции в условиях глобализации**

Необходимые предпосылки для развития процессов конвергенции появились во второй половине XX в. под влиянием глобализации, либерализации государственного регулирования, гармонизации политики надзора на национальных финансовых рынках, стремительно формирующейся информационной экономики (и прежде всего интернета).

Экономические исследования феномена конвергенции в начале XXI в. приобрели особую актуальность, так как отражают объективно происходящую устойчивую трансформацию и все увеличивающееся взаимопроникновение между технологическими и финансовыми инновациями с одной стороны, и национальными рынками товаров и услуг, и их провайдерами, с другой.

В современной экономической литературе существует множество толкований понятия «конвергенция», и в различных контекстах «конвергенция» имеет разное значение. В общем виде «конвергенция» – процесс сближения, схождения (в разном смысле), компромиссов. Это понятие употребительно и в естественных, и в гуманитарных науках, поэтому с точки зрения предмета и объекта, проводимого автором исследования, целесообразно перейти к толкованию понятия конвергенции применительно к

экономике. Согласно современному словарю иностранных слов<sup>66</sup> понятие «конвергенция» трактуется относительно экономики как (от лат. *convergens* – сходящийся) сближение различных экономических систем, стирание различий между ними, обусловленное общностью социально-экономических проблем и наличием единых объективных закономерностей развития<sup>67</sup>.

Первое направление исследования конвергенции нашло отражение в развитии теории цивилизаций, концепции «смешанной экономики» и разработанных экономистами середины XX в. различных моделях «государства благосостояния», появившихся в индустриальных странах. Цивилизационный подход к пониманию конвергенции предполагает, что научно-технический прогресс и рациональные формы ведения бизнеса приведут с течением времени в конечном счете к общей траектории развития разных экономических систем. В этих теориях упор делался на анализ капиталистического и социалистического обществ, точнее на эволюции в направлении их взаимного слияния и появления новой смешанной экономики. Представитель данного направления развития теории конвергенции П. А. Сорокин [83] предполагал, что историческая эволюция «современного индустриального, а впоследствии и постиндустриального общества создает условия для сближения и взаимной инфильтрации двух противоположных систем – западного капитализма и восточного коммунизма». Голландским математиком и экономистом Я. Тинбергеном (J. Tinbergen), которого часто называют духовным отцом теории конвергенции, был предложен один из вариантов конвергенции, в основе которого лежала теория «оптимального строя». Согласно Я. Тинбергену [311], в результате синтеза обеих систем – некоторых элементов «капиталистической эффективности» и «социалистического равенства» образуется «оптимальный строй», основными

---

<sup>66</sup> Словарь иностранных слов. / Комлев Н.Г. М., 2006.

<sup>67</sup> Необходимо также коснуться термина «интеграция», имеющего более узкое толкование. В экономическом контексте интеграция — (от лат. *integratio* — соединение) — процесс объединения частей в целое, процесс сближения, взаимоприспособления и сращивания национальных хозяйственных, правовых и политических подсистем (или их частей), обладающих способностью саморегулирования и саморазвития на основе согласованной межгосударственной экономической политики. Из этого определения следует, что интеграция и конвергенция являются взаимодополняющими явлениями в рамках одной экономической системы.

началами которого являются мирное сосуществование и деловое сотрудничество государств.

Необходимо отметить, что среди теоретиков конвергенции имелся широкий диапазон взглядов не только на механизм её реализации, но и на пределы конвергентности. Так, американский экономист и социолог Дж. Гэлбрейт [59] конвергенцию двух противоположных систем связывал, прежде всего, с крупными масштабами современного производства, с большими вложениями капитала, совершенной техникой и со сложной организацией и считал ее важнейшим следствием перечисленных выше факторов. Результат такого крупномасштабного процесса он видит в построении «нового индустриального общества».

Академик А. Д. Сахаров развивал особое направление теории конвергенции, выдвигая мысль о том, что «конвергенция – это способ для выхода из состояния «холодной войны» и начала процессов ядерного разоружения, социального-экономического развития и научно-технического прогресса». В своем труде «Размышления о прогрессе, мирном сосуществовании и интеллектуальной свободе» А. Д. Сахаров [81] выдвинул «программу сближения (конвергенции) с социализмом, т. е. социальных реформ, мирного сосуществования и сотрудничества с социализмом в мировом масштабе, а также и изменения структуры собственности».

Однако наряду с процессами конвергенции может развиваться и противоположная тенденция к расхождению между исследуемыми моделями и показателями, которые они демонстрируют – дивергенция. Эта идея нашла отражение в концепциях экономического и культурного детерминизма, получив наиболее яркое отражение в «вакуум-гипотезе» Ф. фон Хайека. Однако в подобной трактовке теории конвергенции и дивергенции стали частью истории экономической мысли, так как ныне исчезло само противопоставление капитализма и социализма.

*Современное понимание диалектической пары конвергенция – дивергенция на макро- и микроуровнях*

В конце XX – начале XXI в. с крахом экономической системы социализма идеи конвергенции преобразовались и распространились на исследования учеными конвергенции в регулировании правовых систем разных стран и регионов, институтов и бизнес-практики в странах, которые ранее имели системные различия по всем этим позициям, и по показателям, демонстрируемым разными экономическими моделями Ф. Хаклина (Hacklin F.) [200].

Продолжением развития теории конвергенции как системного взаимопроникновения разных экономических моделей выступила идея Ст. Доурика и Бадфорда Дж. ДеЛонга (Dowrick St., Bradford J. DeLong) [168] о том, что именно процесс индустриализации породил процесс конвергенции разнородных экономических систем, независимо от культурных традиций и имеющегося пути развития той или иной страны. При исследовании феномена конвергенции как догоняющего развития и влияния его на глобализационные процессы Ст. Дорик и Бадфорд Дж. Делонг выдвинули гипотезу о том, что наименее развитым и бедным странам невозможно догнать по уровню доходов самые богатые страны. Это лежит в основе попадания в «ловушку бедности» (постоянного низкого уровня дохода большинства домохозяйств страны), недостаточном уровне сбережений и инвестиций, низком уровне образования в условиях высокой рождаемости. Они предположили, что процессы конвергенции под влиянием интеграции и глобализации прошли несколько этапов развития и предложили классифицировать страны мира по членству в так называемых «клубах конвергенции». Особенно быстро клуб конвергенции стал расширяться в послевоенный период с 1945 г. Во-первых, все страны – члены ОЭСР вошли в этот клуб. Во-вторых, в странах Юго-Восточной Азии проявились ошеломляющие темпы экономического роста, которые никогда и нигде до этого не фиксировались. В-третьих, бурное развитие с середины 80-х гг. Китая и Индии, имеющих совокупное население в две пятых общемирового и, по выражению Л. Саммерса (L. Summers) «твердо идущих к модернизации» [304].

Еще одним взглядом на сближение (конвергенцию) является процесс широкого распространения знаний в мире и инвестиций в повышение квалификации и образование. Одним из приверженцев этого направления является Т. Пикетти (Th. Piketty) [270]. Действительно, можно частично согласиться с этим утверждением, и привести пример Китая, с его опорой на освоение широкими слоями населения западных передовых производственных технологий и копирование лучших образцов, тому подтверждение. Однако все равно для этого необходима свобода международной торговли, мобильность капитала и труда, позволяющая распространяться знаниям и навыкам индивидуумов. Иными словами, процессы распространения конвергенции зависят во многом от имеющихся в стране институтов образования, финансового обеспечения и их качества, определяемого государством.

Для нас наиболее интересна дискуссия о сближении национальных финансовых моделей в контексте интеграции и глобализации. В рамках этой дискуссии активно обсуждался вопрос о наилучшей существующей финансовой системе. А. Гершенкрон (Gerschenkron A.) [189] одним из первых сравнил модели развития Германии и Великобритании. Вслед за ним появилось много сравнительных исследований на основе моделей финансовых систем США, Евросоюза, Великобритании, Японии и др. (Т. Ружбински (Ryzbinski T.) [289], Е. Берглоф (Berglöf E.) [117; 133], Р. Райан и Л. Зингалез (Rajan R. G., Zingales L.) [282], И. Грабель (Grael I.) [194], Дж. Хансон и др. (Hanson J. A. Et all) [202] и др. Р. Левин (Levine R.) [240, pp. 688-726], У. Хольцль (Holzl W.) [209] проанализировали некоторые аспекты влияния финансовых систем на экономический рост.

По мнению исследователей из Чикагской экономической школы (США) У. Браттона и Дж. МакКори (Bratton W., McCahery J.) [142] основанная на эволюционной парадигме конвергенция базируется на принципе «выживает сильнейший». При таком подходе нет необходимости в институциональных

изменениях, так как в долгосрочной перспективе международная конкуренция будет стимулировать компании минимизировать издержки, то есть привлекать внешний (заемный) капитал по наименьшей цене. Такая перспектива описывает институциональную конкуренцию (то есть конкуренцию институтов) в виде традиционной рыночной конкуренции продуктов на рынке. Применительно к финансовым рынкам финансовая система рассматривается как система минимальной сложности, где структурные зависимости между составляющими не играют никакой роли. Предполагается, что конкуренция и конвергенция приведут в результате к самой эффективной системе: рыночно- или банко- ориентированной.

Английские исследователи Х. Хансман и Р.Краакман (Hansmann H., Kraakman R.) [201] утверждают, что рыночно-ориентированные системы занимают более высокое «эволюционное плато» и внутренне превосходят банко-ориентированные финансовые системы. Однако не все так однозначно. Идентификация наилучшей системы является сложной задачей. Формальная реформа корпоративного законодательства, как показал пример Германии и Японии после Второй мировой войны, не приблизила их финансовые системы к идеалу. Например, в Японии был принят «Акт защиты миноритарных акционеров», сходный с американским актом Гласса-Стигала (The Glass-Steagall Act) [113], согласно которому банкам было запрещено перекрестное владение акциями друг друга. Тем не менее данное законодательство было обойдено посредством перекрестного руководства.

В 80-е гг. XX века была выдвинута противоположная идея о том, что банко-ориентированные финансовые системы более подвержены экономическому росту и по этой причине будут доминировать в мире. В последнее десятилетие вектор исследований экономических систем в свете неоклассического «мейнстрима» сместился в обратную сторону рыночно-ориентированных систем (англо-американской правовой модели, которая характерна для США, Великобритании и др.) как наилучших источников



экономического роста О. А. Хатауэй, Р. Г. Райян и Л. Зингалез (Hathaway O. A.; Rajan R. G., Zingales L.) [206; 281].

По нашему мнению, показатели функционирования финансовой системы зависят, прежде всего, от «стабильности» окружающей среды. Например, как показали А. Хакеталь и Р. Шмидт (Schmidt R. H., Hackethal A.) [291, p.53-102] рыночные системы лучше справляются с финансированием высокорисковых проектов, возникающих при быстрой смене технологий или рыночной среды, в то время как банко-ориентированные системы показывают лучшие результаты в стабильных условиях, характеризующихся постепенными и последовательными изменениями и инновациями. Рыночно-ориентированные системы имеют преимущество в условиях радикальных структурных изменений, сопровождающихся дерегулированием и сменой технологий. У. Карлин и С. Майер (Carlin W., Mayer C.) [154, pp. 191-226] считают, что не уровень активности влияет на функционирование финансовой системы, а состав и структура экономической деятельности. Ранее это также было обосновано Дж. Дози (Dosi G.) [167, p. 299-319] который показал, что разные типы финансовых систем подходят для разных типов экономической активности.

Современные направления развития теории конвергенции легли в основу гармонизации систем регулирования и надзора, а также механизмов координации макроэкономической политики различных государств и регионов мирового хозяйства. Это сближение уровней экономического и социально-экономического развития стран, регионов, отраслей, отдельных предприятий и т. д. В рамках такого подхода понятие конвергенции используется для изучения пространственного неравенства по доходам (регионов, стран и т. д.), в поисках ответа на вопрос, становится ли более равномерным распределение по доходам в изучаемых экономиках. Данный подход основан на неоклассической модели экономического роста Р. Солоу. Наиболее известными в указанном контексте являются концепции  $\beta$  (бета)- и  $\sigma$  (сигма)- конвергенции, предложенные Р. Барро и Х. Сала-и-Мартиним

(Barro R., Sala-i-Martin X.) [129]. Эти концепции основаны на лог-линейной аппроксимации модели экономического роста Солоу с производственной функцией Кобба – Дугласа и дают новую основу теории конвергенции – дивергенции как метода исследования отраслевых рынков. Бета конвергенция – процесс, наверстывания, догоняющего развития, сокращения разрыва более и менее развитых страховых регионов, в результате которого происходит сближение уровней развития центра и периферии как следствие возможно более высоких темпов роста региональных институтов. Бета-конвергенция – это отрицательная зависимость между темпами экономического роста регионального рынка и его первоначальным уровнем развития. Наличие и динамика показателя сигма-конвергенции указывает на уменьшение/увеличение во времени дисперсии (разброса во времени) показателей развития исследуемого признака.

Наличие и динамика показателя сигма-конвергенции указывает на уменьшение или увеличение во времени дисперсии (разброса во времени) показателей развития. В своей работе Д. Леви, М. Хиггинс и др. (Levy A. T., Higgins D. et al) доказали, что сигма-конвергенция влечет бета-конвергенцию, но из бета-конвергенции сигма-конвергенция не следует [242]. Это означает, что если конвергенция по исследуемому признаку имеет место, анализ бета-конвергенции не дает никакой дополнительной информации, если же конвергенции нет, то результаты диагностики бета-конвергенции могут ввести читателя в заблуждение. Поэтому для дальнейшего эмпирического анализа процессов конвергенции интересна именно сигма- конвергенция, так как ее наличие в исследуемых показателях прямо указывает (по выбранной совокупности), становится ли распределение исследуемого параметра более равномерным.

В западной экономической науке пристальное внимание уделяется изучению конвергенции между странами Европейского союза, который проводит целенаправленную политику нивелирования различий уровней социально-экономического различия стран-участниц [184, pp.165-193; 236;

295; 297]. При этом существуют специально разработанные Еврокомиссией регулирующие документы как на уровне Евросоюза, так и на уровне отдельных стран Европы, определяющие вектора развития данных процессов<sup>68</sup>.

Прикладные исследования феномена конвергенции – дивергенции распространились также и на финансовые рынки в связи с интеграционными процессами на европейском пространстве и были сосредоточены в основном именно на анализе финансовой интеграции. Для этого имелись определенные предпосылки. Перечислим основные из них.

1. Увеличение эффективности и скорости предоставления финансовых услуг, что было связано, прежде всего, с быстрым развитием информационно-коммуникационных технологий и использованием интернета в качестве так называемого рыночного пространства для предоставления услуг (режим работы учреждений 24 часа в сутки, перенос расчетов в виртуальное пространство, дистанционное предоставление услуг и т. д.) [162]<sup>69</sup>.

2. Качественное изменение конкуренции, сдвиг от конкуренции, основанной на принадлежности какого-либо института к определенной индустрии, к конкуренции, основанной на продуктах (продуктовая конкуренция).

3. Повышение эффективности работы финансовых рынков благодаря увеличению мобильности международного капитала.

Как раз интеграционные процессы стали предметом в исследованиях европейских авторов, которые рассматривали разные аспекты финансовой интеграции в Европейском союзе, соответственно, на разных сегментах финансового рынка. Например, П. Р. Лейн и Л. Райхлин (Lane P. R., Reichlin L.) [236] рассматривают конвергенцию как систему нивелирования различий

---

<sup>68</sup>Критерии конвергенции: стабильность цен, устойчивость государственного бюджета, курсовая стабильность и конвергенция долгосрочных процентных ставок, совместимость национального законодательства с текущим существующее законодательством ЕС в отношении национального Центрального банка. [162]

<sup>69</sup> На первых этапах внедрения информационных технологий их стоимость была очень высока, но сегодня уже понятно, что без качественного интернет-сайта ни одна финансовая услуга не предоставляется.

как политических, так и экономических между государствами членами Союза, Л. Баеле, А. Феррандо и др. (Baele, L., Ferrando, A. et all) [127] определяет финансовую интеграцию как рынок для определенного финансового инструмента, когда экономические агенты с одинаковыми релевантными характеристиками действуют в одинаковой административной среде по равным правилам. Р. Розенов и К. Христов (Hristov K., Rozenov R. ) [212], Дж. Адам, Т. Джапелли и др. (Adam K., Jappelli T. et all) [115] измеряют эволюцию интеграции рынков капиталов в Европейском союзе по финансовым индикаторам, базирующимся на ценах (расхождение цен на активы на различных европейских рынках) и новостных индикаторах (влияние той или иной информации на движение цен на разные финансовые активы). В данных исследованиях показано, что, хотя финансовая интеграция различается по отдельным финансовым продуктам в разные периоды времени, она достигла значительного уровня между европейскими рынками долговых ценных бумаг и денежным рынком.

Как отмечают Н. П. Кузнецова и Г. В. Чернова [234], – *финансовая интеграция* экономических субъектов основана на соблюдении принципа гомогенности для обеспечения стойкой однородности по определенным признакам. Она отражает объединение (интеграцию) однородных субъектов финансового рынка – например объединение банков, объединение страховых компаний, объединение инвестиционных и объединение пенсионных фондов (ПФ) и т.д.<sup>70</sup>

*Финансовая конвергенция* же основана на соблюдении принципа гетерогенности. Один из наиболее фундаментальных признаков процесса

---

<sup>70</sup> Например, в журнале Fortune было представлено мнение Европейского ЦБ о финансовой интеграции: мы считаем рынок для данного набора финансовых инструментов или услуг полностью интегрированным, когда все потенциальные рыночные участники такого рынка, во-первых, подчиняются одному-единственному своду правил (когда они решают проводить операции с этими финансовыми инструментами или услугами), во-вторых, имеют равный доступ к этим финансовым инструментам или услугам и, в-третьих, встречают одинаковое к себе отношение на рынке.

В словаре «Экономики и права» дано следующее определение: Гармонизация и унификация налоговых систем, бюджетной классификации, бюджетного процесса, государственных расходов, системы контроля со стороны центральных банков за деятельностью коммерческих банков, проводимая в целях большей координации политики государств, входящих в региональные группировки.

конвергенции – гетерогенность (разнородность по составу и происхождению в отличие от гомогенности) в функциональных структурах и стратегиях управления, принятых в этих финансовых институтах, что приводит к разному потенциальному синергетическому эффекту и потенциальной совокупности рисков. Н. П. Кузнецова и Ж. В. Писаренко определяют признаки гетерогенности на финансовом рынке [63]:

- неоднородность субъектов рынка по совокупности или одному из признаков;
- разнородность институтов как по составу, так и происхождению;
- разнородность стратегических решений и их принятия в финансовых институтах разных сегментов финансового рынка;
- разнородность по составу, качеству и объему услуг, включенных в финансовый продукт.

В дальнейшем процессы финансовой конвергенции нашли отражение в работах многих исследователей, как зарубежных, так и российских. Итальянские исследователи предложили рассматривать конвергенцию с позиций общих изменений финансовых институтов на основе количественных методов, фокусируясь на последствиях процессов конвергенции, а не причин, как, например, при анализе причин создания Европейского единого экономического пространства или зоны евро. Группа европейских исследователей В. Муринде, Дж. Агунг и А. Мулине (Murinde V., Agung J., Mullineux A.) [256, pp. 693-705] на основе анализа рынков семи европейских стран за период с 1972 по 1996 гг. выявила конвергенцию на фондовом рынке, но только в сегменте акций. Ди В. Гиачинто и Л. Эспозито (Giacinto Di V., Esposito L.) [196], используя данные для анализа с 1995 по 2003 гг., сделали вывод о наличии конвергенции показателей финансового развития в 13 европейских странах, но не для банковских продуктов.

Наряду с анализом  $\beta$ - и  $\sigma$ -конвергенции, основанном на структурных данных (то есть статистических данных, относящихся к различным отраслям экономики и дающих «картину в разрезе»), есть целый ряд исследований, в

которых используются тестирование на существование конвергенции с помощью временных рядов. В частности, методы теории временных рядов было предложено использовать для эконометрической проверки гипотезы конвергенции. Например, Д. Ква (Quah D.) [ 280, pp. 1353–1376. ] определил понятие стохастической конвергенции. Согласно которой гипотеза стохастической конвергенции выполняется, если для двух стран изменение различий в уровне доходов на душу населения представляет собой стационарный процесс с нулевым средним значением. В этом случае можно говорить о том, что экономики достигли положения устойчивого равновесия и воздействующие на экономики шоки носят краткосрочный характер. М. Аффинито и Ф. Фарабуллини (Affinito M. and Farabullini F.) [116] для определения наличия интеграции в банковском секторе Евросоюза применили закон единой цены, согласно которому при отсутствии торговых барьеров и транспортных затрат один и тот же товар должен иметь в разных странах одинаковую цену. С. К. Соренсен и Дж. М. П. Гутиерез (Sorensen C. K., Guitierrez J. M. P.) [297] для определения возможных направлений конвергенции в банковском секторе Еврозоны использовали кластерный анализ при определении степени однородности стран. М. Фрацшер (Fratzscher M.) [184, pp.165-193] предложил измерять степень финансовой интеграции на основе непокрытого паритета процентных ставок, т. е. на основе равенства доходности идентичных финансовых активов, деноминированных в разных валютах, при условии отсутствия какой-либо защиты от валютного риска<sup>71</sup>. Все вышеперечисленные работы выявили определенную степень интеграции в банковском розничном секторе, которая увеличивается со временем, определили кластеры внутри Экономического и Валютного союза в Европе (Economic and Monetary Union – EMU). Тем не менее в вышеперечисленных исследованиях имеются определенные недостатки: тестирование на наличие

---

<sup>71</sup> Uncovered interest rate parity – непокрытый процентный паритет, непокрытый паритет процентных ставок (в приближенном виде условие непокрытого процентного паритета требует, чтобы ставка процента на внутреннем рынке равнялась сумме ставки процента на иностранном рынке и ожидаемого изменения курса иностранной валюты, представленного в виде годовой процентной ставки). URL: [http://www.economy\\_en\\_ru.academic.ru/65358/uncovered\\_interest\\_rate\\_parity](http://www.economy_en_ru.academic.ru/65358/uncovered_interest_rate_parity) (дата обращения 10.03.2016).

бета- и сигма-конвергенции было неинформативно относительно отдельных экономик (отраслей, секторов) внутри всей совокупности. Эти недостатки были преодолены П. С. Филипсом и Д. Зулом (Phillips P. C., Sul D.) [269, pp. 1771–1855], предложившими использовать нелинейное представление изменяющегося во времени фактора. Это сняло ограничения методики анализа временных рядов для проверки на стационарность с помощью тестов на единичные корни<sup>72</sup>. Их формулировка позволила определить долгосрочное равновесие внутри гетерогенной совокупности панельных данных, показать широкое разнообразие возможных путей конвергенции, относящихся к одной панели. Еще одним подходом к анализу конвергенции является изучение различных индикаторов. Процессы конвергенции финансовых систем можно рассматривать и с позиций индикаторов трех типов [127]:

- 1) ценовых;
- 2) новостных;
- 3) количественных.

Исследование финансовой конвергенции по ценовым индикаторам основано, прежде всего, на изучении разницы в цене или доходности финансовых инструментов, вызванных географической природой и изменением скорости распространения информации в условиях глобализации и развития ИКТ. Данный подход часто используется для проверки справедливости закона единой цены. Новостные индикаторы показывают влияние новостей, освещаемых во всех СМИ, например, информации об экономических ожиданиях, возможных проблемах по телевизионным каналам и интернету, стоимости активов различных компаний, политических событиях и т. д. на движение активов и их доходности. Количественные индикаторы, как показал анализ трансграничной деятельности, проведенный Г. Бруно и Р. Де Бонисом (Bruno G., De Bonis R.) позволяют дать количественную оценку

---

<sup>72</sup> Тест Дики — Фуллера (DF-тест, Dickey — Fuller test) — это методика, которая используется в прикладной статистике и эконометрике для анализа временных рядов для проверки на стационарность. Является одним из тестов на единичные корни (unit root test).

последствий изменений в спросе и предложении для инвестиционных возможностей финансовых институтов [149].

При изучении финансовых активов стран еврозоны Ф. Хартманн, А. Мадалони и С. Манганели (Hartmann Ph., Maddaloni A., and Manganelli S.) показали, что наблюдается процесс дивергенции валюты и депозитов, ее показатели увеличились в период с 1995 по 2001 гг. Динамика и структура облигационных инвестиций, наоборот, стали более однородными [205]. Изучая 12 европейских стран в период 1995–2000 гг., Л. Бартилоро и Р. Де Бонис (Bartiloro L. and R. De Bonis) обнаружили  $\beta$ -сходимость, но не  $\sigma$ -сходимость для отношения финансовых активов резидентов к ВВП [130, pp. 1-19]. Анализируя более длительный период, с 1980 по 2000 г., Дж. Бирн и Е. Дэвис (Byrne J. P., Davis E. P.) обнаружили некоторые доказательства наличия  $\sigma$ -конвергенции, т. е. сближения моделей регулирования финансовых систем Великобритании, Франции, Германии и Италии к более рыночно ориентированным [151, pp.83-95]. Такая форма анализа позволяет выявить общие черты систем государственного регулирования как минимум в функциональном, если не в формальном плане.

Глобализация является вызовом стратегическим бизнес-моделям корпораций (восточной и западной философии ведения бизнеса). В. Гупта и Дж. Уанн (Gupta V., Wang J.) показали, что эти вызовы выявили необходимость создания и поддержания конкурентных преимуществ на международном уровне [199]. В этом контексте некоторые ученые утверждают, что конвергенция в глобализирующемся мире не лучшая практика, лучшим вариантом может стать стратегия использования различий в глобальном мире (дивергенция), ведь именно, как отмечает М. Ф. Гильен (Guillén M.F.), отличие от других поможет стать конкурентным [198, pp. 175-204]. Для преодоления разногласий между приверженцами концепций Конвергенции и Дивергенции школы, Ралстон, Густафсон, Чунг и Терпстра (Ralston, D.A., Gustafson, D.J., Cheung, F. & Terpstra, R.H.) предложили термин



«кроссвергенция», определив его как как поиск компромисса между Востоком и Западом [283, pp. 249-275].

Российские исследования процессов конвергенции – дивергенции пока немногочисленны. Н. П. Кузнецова и Г. В. Чернова [43, с. 129-136] показали общие пути развития финансового рынка в контексте финансовой конвергенции и глобализации; С. В. Головина и С. В. Пугин [21] представили теоретико-методологические подходы к анализу процессов межрегиональной конвергенции в РФ. А. В. Бровкова [16], используя методику конвергенции, проанализировала социально-экономическое неравенство регионов России. Д. Ю. Руденко и К. Ю. Зинковская [76] провели межстрановое сопоставление, и выявили, что факторы глобализации содействуют более высоким темпам роста развивающихся стран относительно развитых. Российские эмпирические публикации преимущественно касаются тестирования региональных различий методами эконометрического анализа на основе сопоставления полярных результатов развития российских регионов или анализа конвергенции в определенных отраслях (Толмачев М.Н.) [88, с. 193–199]. Таким образом, анализируя широкий круг работ, посвященных конвергенции, следует отметить, что при всем разнообразии изучения процессов конвергенции, включая финансовую конвергенцию, практически отсутствуют и отечественные, и зарубежные работы, посвященные страховому и пенсионному секторам финансового рынка.

Термин «финансовая конвергенция» был введен в оборот в начале 2000-х гг. в работах голландских ученых Л. ван ден Берге, К. Фервайера (L. Van den Berghe, Verweire K.) [235, pp. 262–272.], исследовавших конвергенцию на финансовых рынках стран Евросоюза. Однако четкого определения финансовой конвергенции в их работах представлено не было и нет по сей день. Согласно логике исследователей, под финансовой конвергенцией понимается взаимопроникновение страховых компаний и банков на рынки друг друга. Это выражается, прежде всего, в изменении сбытовой стратегии и появлении комплексных финансовых продуктов.

Теперь обратимся к толкованию финансовой конвергенции с позиций нашего исследования, т. е. дадим авторское определение финансовой конвергенции в контексте глобализации и формирования мирового финансового рынка. Прежде всего отметим, для раскрытия сущности понятия конвергенция и финансовая конвергенция необходимо уяснить механизм изучаемого явления, так как конвергенция предполагает иной смысл раскрытия сущности глобализации.

Одним из современных прочтений теории конвергенции, разделяемое автором, является концепция, предложенная Питером Уотсоном (Watson Peter) – концепция конвергенции как всеобщей исторической траектории развития всей современной науки [317]. По мнению нобелевского лауреата Стивена Вайнберга (Steven Weinberg) «конвергенция – это самая главная идея Вселенной». Различные научные дисциплины, несмотря на изначально разные фундаментальные основы, за последние 150 лет из разрозненных областей превратились междисциплинарные научные направления. Взаимосвязь и взаимозависимость демонстрируют квантовая химия и молекулярная биология, астрономия и физика, психология с физикой, химией и экономикой. Этот список можно продолжить. Вывод один – конвергенция является глубочайшей идеей развития человечества и важнейшим из аспектов развития науки в XXI веке. По существу, в понятии «конвергенция» раскрывается вектор эволюции современного глобального общества. По мнению российского философа Н. А. Князева [34] «конвергенция – это такая характерная черта глобализации, такой статус ее качественной определенности, который соответствует раскрытию содержания социально-экономических, технологических и управленческих изменений современного мирового сообщества на уровне радикальных изменений социально-онтологической основы общества». Конвергенция позволяет субъектам экономических отношений «совместными системными усилиями» отвечать на глобальные вызовы современности. Таким образом, применительно к мировому финансовому рынку причиной появления финансовой

конвергенции явилась конкурентная борьба между собой разных субъектов секторов финансового рынка за его завоевание, т.е. борьба за сохранение и/или увеличение в нем своей доли участия. Если рассматривать конвергенцию на финансовых рынках с позиции ее основной цели – повышении конкурентоспособности, то можно предложить следующее определение:

**Финансовая конвергенция** – *есть взаимопроникновение деятельности конкурирующих между субъектов – участников (институтов) различных секторов мирового финансового рынка, основанное на их взаимосвязи и определенной схожести, объединяющее усилия участников и направленное на совместное одновременное повышение конкурентоспособности этих субъектов.*

Такое определение, с нашей точки зрения, полностью отражает происходящие на современном мировом финансовом рынке тенденции. Этот первичный процесс финансовой конвергенции (гетерогенный в основе) вызывает целый поток создания необходимой инфраструктуры обслуживания этих продуктов, как вертикальной, так и горизонтальной. В свою очередь возникает «регулятивная конвергенция», то есть государства в лице органов регулирования и надзора национальных финансовых рынков создают такие условия, чтобы учесть объективные тенденции развития мирового финансового рынка.

Финансовая конвергенция может быть характеризована как процесс проникновения деятельности отдельного финансового сектора в деятельность других финансовых секторов мирового финансового рынка, а само проникновение может происходить в следующих формах [65, с.10-23]:

- *Агрессивная (принудительная) форма проникновения.* Она реализуется участником одного из секторов финансового рынка через такое включение в свою деятельность сфер и/или функций, присущих изначально другим секторам финансового рынка, которое не предполагает участия в этом процессе представителей других секторов. Например, она может

реализовываться через создание новых продуктов, включающих в себя элементы продуктов других секторов финансового рынка. Данная ситуация отвечает агрессивному варианту поведения представителя определенного сектора финансового рынка. В этом случае увеличение доли собственного участия в общем финансовом рынке идет за счет «захвата» определенным участником одного из секторов финансового рынка сфер деятельности и/или функций другого (других) участников. При этом дополнительный доход, обусловленный таким захватом, в основном идет инициатору захвата. Например, банковский продукт «ипотечное кредитование» может включать обязательное условие о страховании. При этом, если страховка предоставляется независимой от банка страховой компанией, проникновение банка в деятельность страхового сектора отсутствует. Если же банк в условиях договора специально оговаривает страховую компанию, в которых может быть получена страховка, и при этом с соответствующей страховой компанией банк заключает договор о доле собственной прибыли, имеет место агрессивная форма конвергенции. Заметим, что ввиду обязательности лицензирования деятельности различных секторов финансового рынка в чистом виде агрессивная форма финансовой конвергенции имеет ограниченное распространение. Каждый сектор реально выполняет функции, присущие только ему, и агрессивность проявляется в том, что инициатор захвата сфер и/или функций других секторов диктует представителям этих других секторов свои условия выполнения ими этих функций, которые предполагают обязательное получение дохода инициаторами захвата;

- *Добровольная форма проникновения.* Она реализуется через объединение усилий представителей разных секторов финансового рынка, направленных на совместное повышение доли участия в нем каждого из них. Данная форма конвергенции предполагает объединение сфер и функций представителей разных секторов финансового рынка на

добровольной основе. И хотя сами варианты объединения усилий, связанные с проникновением представителей одних секторов финансового рынка в сферы и/или функции представителей других секторов рынка, могут быть различными (например, на основе неформальных соглашений и на основе договоров), эта форма финансовой конвергенции предполагает получение выгод всеми участниками конвергенции. Примером финансовой конвергенции, реализуемой на добровольной основе, является создание финансовых конгломератов. В их рамках объединяется деятельность представителей разных секторов финансового рынка; полученный от такого объединения (взаимопроникновения) доход перераспределяется между всеми участниками конгломерата; при этом доля участия представителей разных секторов финансового рынка, являющихся участниками конгломерата, увеличивается (не уменьшается). Примером добровольной формы взаимопроникновения, т.е. финансовой конвергенции, реализуемой на добровольной основе, является также совместная деятельность страховой компании и инвестиционной компании. Проникновение инвестиционной компании в деятельность страховой компании по размещению активов, покрывающих страховые резервы и собственные средства, на основе договора между ними об инвестиционном аутсорсинге также является примером добровольной формы финансовой конвергенции - инвестиционная компания берет на себя обязательства по реализации инвестиционной деятельности страховой компании на добровольной договорной основе. При этом обе компании – и инвестиционная, и страховая, будут получать дополнительную выгоду.

Особенностью финансовой конвергенции является то, что ее участниками являются субъекты различных секторов финансового рынка, ранее конкурирующих ранее между собой. Однако, при агрессивной форме конвергенции конкуренция между ее участниками остается, меняются только

ее условия, и большую часть дохода от нее получает инициатор конвергенции. При добровольной форме конвергенции усилия ее участников объединяются, на рынке объединенные конвергенцией субъекты выступают как единый субъект, поэтому конкуренция переходит на следующий, более высокий уровень. При этом доход от взаимопроникновения деятельности субъектов получают все ее участники.

Современным глобальным трендом в развитии индустрии финансовых услуг на мировом финансовом рынке стал процесс все увеличивающейся взаимозаменяемости и взаимопроникновения между разными типами финансовых посредников, и финансовых инструментов – финансовая конвергенция. Небанковские институциональные инвесторы в лице банков, страховых корпораций и инвестиционных фондов, пенсионных фондов стали на основе диверсификации образовывать на мировом финансовом рынке особые объединения – финансовые конгломераты. Процессы финансовой конвергенции и образования новых институциональных форм финансовых объединений в мировом хозяйстве привели к образованию новых синтетических институтов, функционирующих на разных сегментах мирового финансового рынка и под разными брендами – финансовых конгломератов. Состав, структура, собственники этих новых межнациональных организаций завуалированы, их взаимоотношения запутаны, поэтому пристальное внимание государства и международных организаций и ученых к функционированию данных институтов понятно.

Особенностью финансовой конвергенции является то, что, задуманная как инструмент конкурентной борьбы, она, используя схожесть различных секторов финансового рынка, становится механизмом одновременного повышения конкурентоспособности субъектов (фирм) из разных секторов финансового рынка.

## 1.2. Изменение роли финансов в мировой экономике

Одновременно с процессами глобализации и конвергенции благодаря ряду макроэкономических факторов развитие финансового сектора в XXI в. стало одним из узловых моментов, определяющих конкурентоспособность любой экономики, в том числе и российской.

Распространение капиталистической модели экономики и усиление роли финансового капитала было отмечено еще более века назад Р. Гильфердингом в разработанной им теории «организованного капитализма», получившей отражение в его главном труде «Финансовый капитал» 1910 г., в котором автор ввел понятие финансового капитала и установил «истинную» сущность финансового капитала и его «метаморфоз» [20]. Впоследствии в советской экономической науке, в трудах В. И. Ленина, это прозвучало еще раз и закрепилось надолго, вплоть до распада СССР (глава 3 «Финансовый капитал и финансовая олигархия» статьи «Империализм как высшая стадия капитализма») [50]. Учитывая происходящие в мировой экономике процессы, следует признать, что подобные идеи находят новые подтверждения.

Как отмечает Е. С. Хесин [91, с. 31-36], «значение финансового сектора в социально-экономической жизни современного общества выходит далеко за пределы показателей, характеризующих его роль в создании глобального валового внутреннего продукта. Как показали события последнего времени, процессы, происходящие в сфере финансов, ситуация на финансовых рынках, а также политика властей в данной области влияют на экономику значительно сильнее, чем предполагалось ранее. Они оказывают все большее влияние на характер и приоритеты экономической политики всех групп государств современного мира».

Основными факторами усиления роли финансов на мировом рынке являются:

- увеличение долговых обязательств стран мира на фоне уменьшающегося экономического роста;
- научно-техническая, научно-производственная и информационная революция;
- либерализация регулирования финансовых рынков;
- увеличение воздействия транснациональных корпораций на национальные и мировые финансовые рынки.

### **1.2.1. Увеличение долговых обязательств стран мира на фоне уменьшающегося экономического роста**

Важнейшим фактором усиления роли финансов за последние десятилетия является стремительный рост товарно-денежных и кредитно-денежных отношений во второй половине XX в. и начале XXI в., т. е. увеличение товарных потоков как внутри стран, так и в сфере международной торговли, которые требуют для их обслуживания все увеличивающихся финансовых потоков. Дополнительными драйверами развития стали вовлечение домохозяйств, фирм и государств в кредитные операции, стимулирование государством сбережений населения как источника инвестиций и увеличение их совокупного долга. Широкою и все увеличивающуюся доступность финансовых услуг демонстрирует пример: с 2011 г. по 2014 г. примерно 700 млн человек впервые открыли счет в банке или ином финансовом институте. Доля взрослого населения планеты, имеющего банковские счета, увеличилась с 51 до 62%, во многом за счет роста показателя в развивающихся странах [31; 91, с. 31-36].

Научно-технический и технологический прогресс, широкое распространение знаний приводят к небывалой специализации хозяйственных



единиц, к цепи непрерывных структурных сдвигов в современной экономике, сопровождаемых и стимулируемых проникновением финансовых отношений в появляющиеся новые отрасли и сектора хозяйственной деятельности. Распад колониальной системы, ликвидация социалистической модели ускорили разложение до- и некапиталистических отношений в большой части земного шара, способствовали бурной модернизации многих стран, их вовлечению в товарно-денежные отношения в масштабе всего мирового хозяйства.

Чем шире товарно-денежные отношения, чем глубже общественное разделение труда и сложнее хозяйственные взаимосвязи, отмечает Н. П. Кузнецова, тем выше (в рыночной экономике) зависимость всего воспроизводственного процесса от посреднических звеньев, связывающих и координирующих деятельность многочисленных обособленных хозяйственных единиц. Отсюда историческая тенденция к возрастанию роли денег и финансов в рыночном хозяйстве [41].

В последнее столетие финансовый капитал в значительной мере был превращен в звено капиталистической цепи воспроизводства; само это воспроизводство было в основном сконцентрировано в рамках национально-хозяйственных комплексов [85, С. 314-320]. Соответственно, финансовый капитал (выполняя отведенные ему функции) должен был, как правило, рассчитывать на среднюю прибыль, норма которой имеет тенденцию к понижению, и действовать в жестких рамках общехозяйственных закономерностей. Тем не менее ввиду специфики своей продукции, ее большой однородности и мобильности, финансам всегда удавалось сохранять определенную обособленность.

В. М. Коллонтай показала: и либералы, и кейнсианцы, и сторонники «государства благосостояния», используя финансовые рычаги реализации своей политики, немало способствовали непрерывному укреплению финансовой сферы [35]. В результате возникают противоречия между глобальными и национальными финансами. В основе противоречий лежат прежде всего экономические интересы. С одной стороны, в интересах

глобальных финансов действуют глобальные финансовые институты – международные финансовые организации, финансовые конгломераты, крупнейшие частные (корпоративные) пенсионные и инвестиционные фонды. С другой стороны, приоритеты национальных финансов отстаивает государство, выстраивая определенную архитектуру их регулирования и надзора (обычно со стороны национальных финансов выступают центральные банки). Когда возникает ситуация возникновения рисков (инфляционных, потери доходности прибыли, политических рисков и т. д.) глобальные финансовые организации начинают вывод активов и еще более ухудшают ситуацию, а центральным банкам чрезвычайно сложно поддержать и сохранить стабильность.

Ярким показателем увеличивающейся роли финансов в мировой экономике является увеличение государственного долга (в % к ВВП) (см. **Приложение 1**), наблюдаемое в течение последних 20 лет. После пяти лет продолжающегося мирового финансового кризиса мировая экономика подвержена массивному нарастанию долговых обязательств и стагнации экономического роста. Анализируя данные Приложения 1 отметим, что очень многие страны приблизились к отметке 100% долга по отношению к ВВП страны. Самый низкий долг имеют Австралия, Люксембург, однако следует отметить, что с 2003 г. эти страны увеличили также свой долг почти в два раза. На противоположном «полюсе» находятся Япония и Греция (почти 240% и 180 % соответственно). Практически во всех без исключения странах национальный долг за период с 2003 по 2015 гг. вырос. Особняком стоят Швеция и Швейцария, а также Турция (выполнявшая условия вступления в Евросоюз), Чили, Дания, Финляндия. Последние три имеют очень сильные корпоративные пенсионные системы, поэтому большая часть финансовых активов населения находится в автономных пенсионных фондах, причем в Датская система отличается наибольшей стабильностью среди стран Европы, а в Чили вообще отсутствует государственная социальная пенсия, и

государство ориентирует граждан на самостоятельное накопление пенсионных средств.

Также наблюдается увеличение долга домохозяйств, смещение его в сторону финансовых активов и значительные колебания роста доходов домохозяйств за период с 2000 по 2015 гг. (см. рис. 1.1 (А, Б, В)).

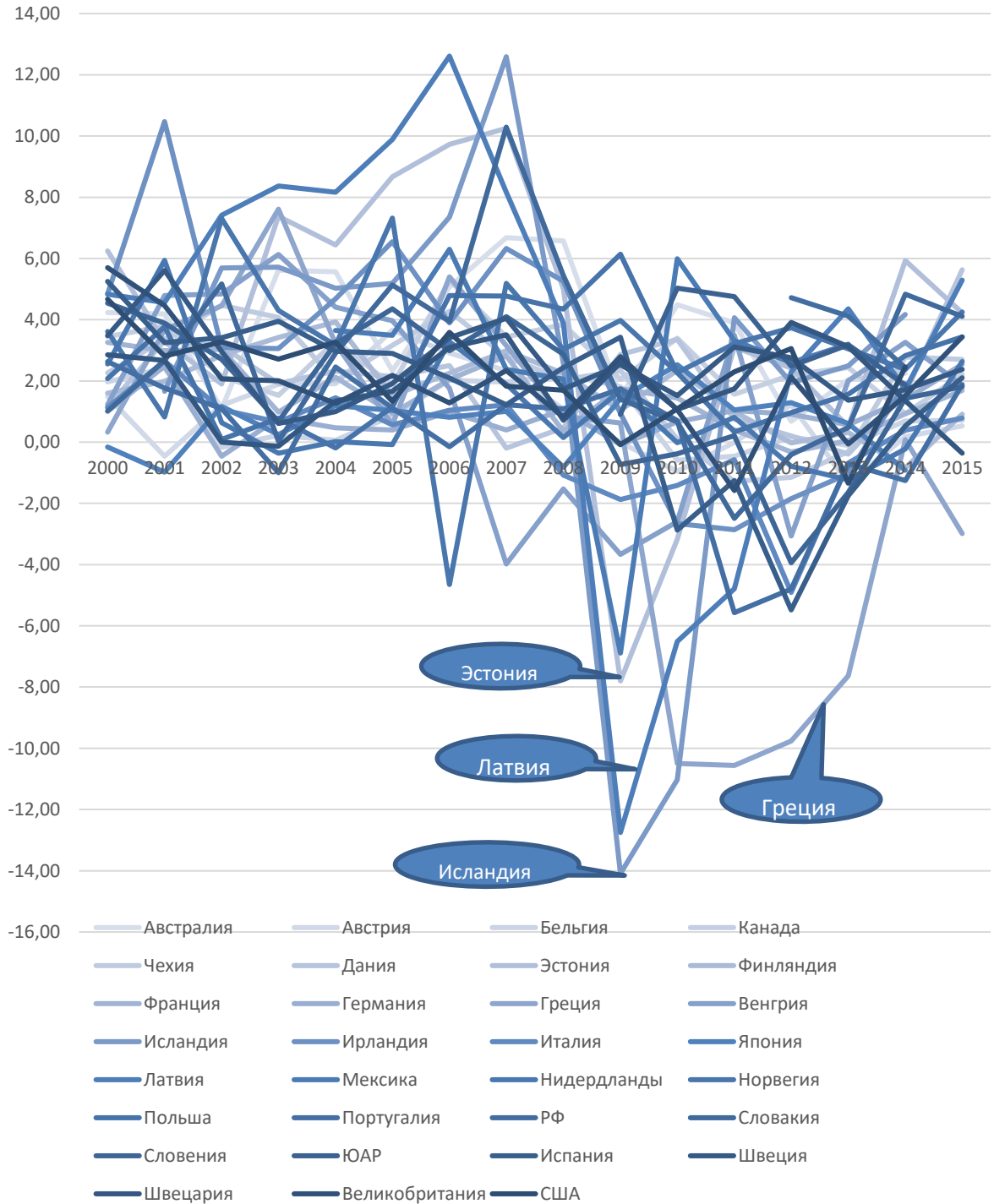


Рисунок 1.1.А. – Располагаемый доход домохозяйств, среднегодовой темп роста, в %, 2000-2015 гг.

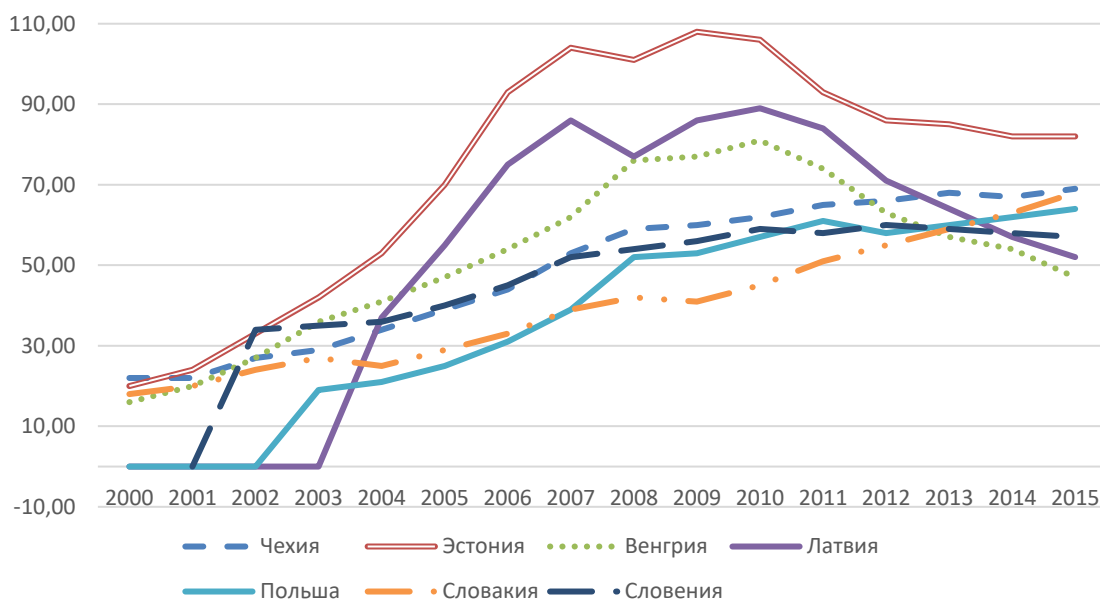


Рисунок 1.1.Б. – Долг домохозяйств. Транзитивные постсоветские экономики (в % от чистого располагаемого дохода) 2000 - 2015 гг.

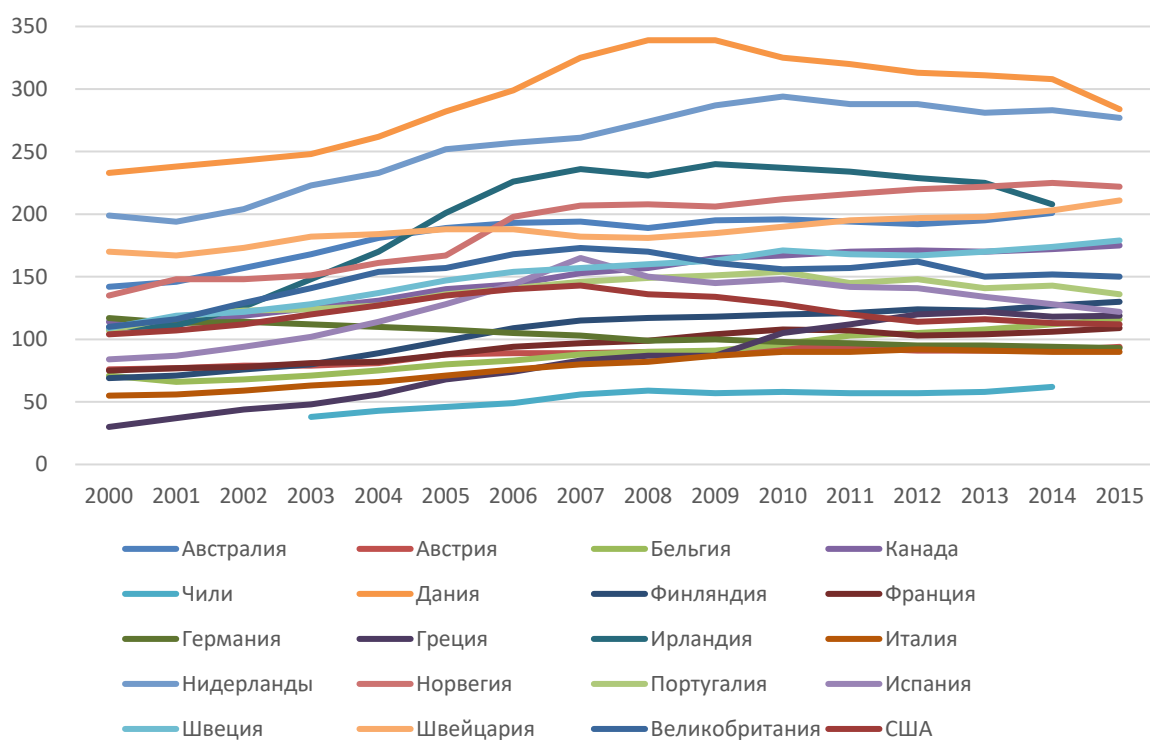


Рисунок 1.1.В. – Долг домохозяйств. Развитые страны. (в % от чистого располагаемого дохода) 2000 - 2015 гг.

Источники: OECD (2016), Household financial transactions (indicator). doi: 10.1787/cc5c6282-en (Accessed on 16 November 2016); OECD (2016), Household financial assets (indicator). doi: 10.1787/7519b9dc-en (Accessed on 16 November 2016).

Как видно из графиков, наряду с со смещением накопления в сторону финансовых активов еще более быстрыми темпами растет долг домохозяйств, при этом среднегодовой темп роста доходов очень волатилен. А в период с 2008 г. и вовсе отрицательный. Выделяются на общем фоне страны с транзитивными экономиками (Греция, Эстония, Латвия, Россия), которые наиболее уязвимы для внешних шоков. Например, в Эстонии в период начала кризиса темп роста доходов был отрицательным, долг домохозяйств нарастал, а спад в экономике достигал почти 15 %. Необходимо отметить и Исландию: в силу особенностей национальной финансовой системы страны она оказалась наиболее уязвимой в самом начале финансового кризиса. Особо следует обратить внимание на долю и динамику долговых обязательств домохозяйств в части ипотечного долга (см. табл. 1.1).

Таблица 1.1. – Динамика изменения активов и долга домохозяйств в некоторых странах (с учетом ипотеки), 2005-2012 гг.

Активы/долг	Годы							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Канада								
Финансовые активы	429,3	441,9	448,0	384,7	419,7	441,3	436,3	453,4
Долг	132,0	134,9	143,4	148,6	157,5	160,4	162,8	164,8
Из них Ипотека	79,7	82,0	88,0	91,5	95,9	99,6	102,4	104,5
Франция								
Финансовые активы	292,2	307,7	309,0	282,7	304,8	316,2	309,9	323,4
Долг	82,9	87,7	91,8	91,7	99,4	104,8	105,3	106,4
Из них Ипотека	63,1	67,4	71,3	74,4	78,2	81,0	83,1	84,2
Германия								
Финансовые активы	290,1	285,8	297,9	279,2	291,5	294,4	286,9	294,0
Долг	108,3	105,9	103,0	99,4	99,7	97,1	94,5	93,2
Из них Ипотека	71,6	71,5	69,7	67,4	67,8	66,1	64,3	64,0
Италия								
Финансовые активы	385,5	387,1	365,9	362,4	365,5	363,7	340,0	364,1
Долг	61,1	66,3	70,8	72,0	77,1	80,0	80,2	81,6
Из них Ипотека	47,0	51,9	56,2	57,4	62,3	65,0	65,2	65,9
Япония								
Финансовые активы	551,4	554,1	538,1	510,3	524,9	526,9	527,3	..
Долг	134,1	134,9	129,4	128,9	128,5	127,4	125,7	..
Из них Ипотека	64,8	66,0	65,3	65,7	66,2	66,6	67,3	..

Составлено автором по данным ОЭСР.

Например, в Канаде (в 2008 г. – 61 %, 2012 г. – 63,4%), Франции в 2008 г. – 81,1%, в 2012 г. – 79,3%, в Италии в 2008 г. 80% долговых обязательств составляла ипотека, в Германии – в 2008 г. – 67,8 %, в 2012 г. – 68,6 %, что в конечном счете стало одной из причин развития нынешнего мирового экономического кризиса.

Центральные банки многих стран мира продолжают экспансивную политику, наращивая долг, сопровождают ее дополнительными мерами денежно-кредитной политики. К тому же финансовые рынки подвержены отрицательному влиянию низких процентных ставок на протяжении длительного периода времени (см. табл. 1.2).

Таблица 1.2 – Динамика процентной ставки (%) по разным странам в 2005–2014 гг.

Страны	Годы									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Австралия	5,33	5,58	5,99	5,81	5,03	5,36	4,87	3,37	3,69	3,65
Австрия	3,38	3,79	4,29	4,35	3,93	3,21	3,31	2,31	2,01	1,5
Бельгия	3,36	3,80	4,33	4,39	3,81	3,34	4,11	2,96	2,37	1,7
Великобритания	4,41	4,50	5,01	4,59	3,64	3,61	3,12	1,90	2,45	2,56
Германия	3,35	3,76	4,21	3,98	3,22	2,74	2,60	1,49	1,57	1,16
Голландия	3,37	3,78	4,28	4,22	3,68	2,99	2,98	1,93	1,96	1,45
Греция	3,58	4,07	4,50	4,80	5,17	9,09	15,7	22,4	10,0	6,9
Дания	3,40	3,81	4,28	4,28	3,58	2,92	2,72	1,40	1,74	1,32
Ирландия	3,32	3,78	4,32	4,55	5,23	5,99	9,15	5,99	3,82	2,26
Испания	3,38	3,78	4,30	4,36	3,97	4,24	5,43	5,84	4,56	2,89
Италия	3,55	4,04	4,48	4,68	4,31	4,03	5,42	5,49	4,31	2,89
Канада	4,06	4,20	4,26	3,60	3,23	3,23	2,78	1,87	2,26	2,23
Южная Корея	4,92	5,15	5,35	5,56	5,16	4,77	4,20	3,44	3,27	3,18
Норвегия	3,74	4,07	4,77	4,45	3,99	3,52	3,13	2,10	2,57	2,15
Польша	5,21	5,23	5,48	6,07	6,12	5,78	5,95	4,99	4,03	3,52
<b>Россия</b>	<b>8,11</b>	<b>6,98</b>	<b>6,72</b>	<b>7,52</b>	<b>9,87</b>	<b>7,83</b>	<b>8,06</b>	<b>8,15</b>	<b>7,33</b>	<b>8,4</b>
США	4,29	4,79	4,62	3,66	3,25	3,214	2,78	1,8	2,35	2,54
Финляндия	3,35	3,78	4,29	4,21	3,73	3,010	3,00	1,88	1,86	1,45
Франция	3,41	3,79	4,3	4,23	3,64	3,11	3,32	2,53	2,20	1,67
Чехия	3,54	3,8	4,30	4,63	4,81	3,88	3,71	2,78	2,11	1,57
Чили	6,05	6,16	6,08	7,10	5,71	6,27	6,03	5,47	5,34	4,73
Швейцария	2,09	2,51	2,92	2,89	2,20	1,63	1,47	0,64	0,94	0,69
Швеция	3,38	3,70	4,16	3,88	3,25	2,89	2,60	1,59	2,12	1,72
Япония	1,35	1,74	1,66	1,46	1,33	1,14	1,10	0,83	0,68	0,52

Составлено по: URL: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

Как видно из данных таблицы 1.2, наблюдается общая тенденция к снижению процентной ставки, а самому сильному испытанию подверглись экономики Японии (0,68%) и Швейцарии (0,9%), где эти показатели упали в 2013 г. до экстремально малых значений. По этой причине курс японского правительства, названный «Абуэкономикой», стал ответом на такую ситуацию и поиском путей экономического роста. Отметим, что эта общая тенденция характерна и для России, хотя наша страна имеет самую высокую процентную ставку среди рассматриваемых стран. Мировой экономический рост в период с 2009 по 2013 г. (не смотря на резкий скачок в 2009-2010 гг.) также замедлился (см. рис. 1.2.). В период 2014-2016 гг. ситуация не улучшилась.

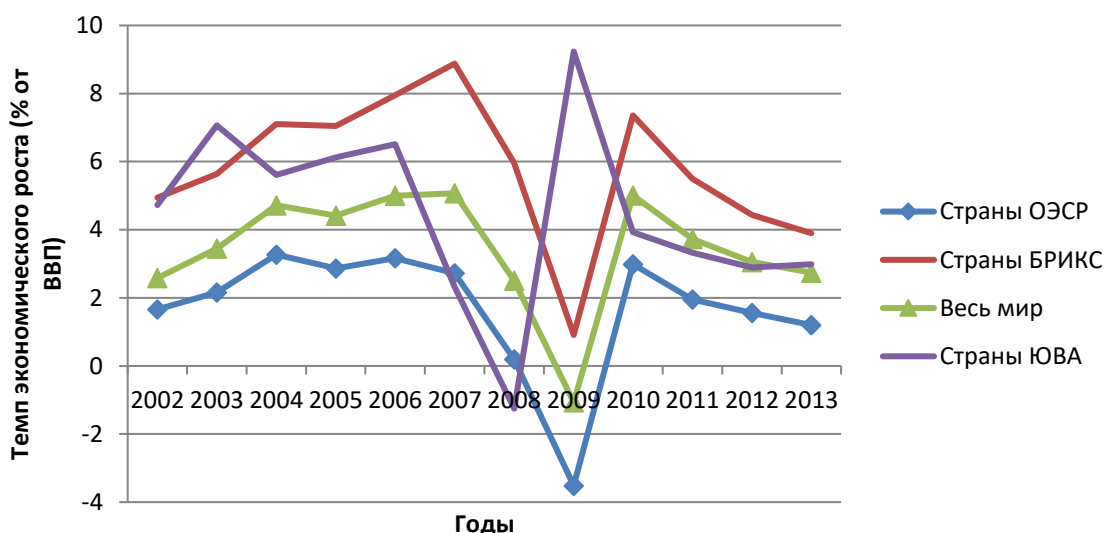


Рисунок 1.2 – Темпы экономического роста по регионам в 2002–2013 гг.  
Составлено по: URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=42413#> (дата обращения: 14.06.2016) [262]

Целая группа стран Европы в 2012 г. попала в долговой кризис. Кипр в июне 2012 г. обратился за финансовой помощью, Испании была предоставлена помощь по реструктуризации банковского сектора. К концу лета долговой кризис усугубился, когда возникли проблемы на рынке облигаций Италии и Испании. В дальнейшем вся тяжесть кризиса легла на центральные банки.

Европейский центральный банк (The European Central Bank, ECB) осенью 2012 г. смог предотвратить нарастание долгового кризиса путем покупки краткосрочных государственных облигаций некоторых проблемных стран и стран с минимальными процентными ставками. Условием выкупа облигаций Центральным банком Европы стало участие в программе «Европейское спасение» и использование ее для консолидации бюджета. Результатом этого стала реализация неблагоприятного сценария развития экономик, в том числе и европейской, которая вошла в стадию рецессии. В условиях высокой взаимозависимости национальных экономик и повсеместного снижения экспорта экономический рост в Китае и в других системно важных транзитивных экономиках также снизился, в то время как американская экономика показала все же небольшой рост.

Рост государственного долга ведет к сокращению инвестиций в физический капитал, так как происходит перераспределение возможных денежных потоков из корпоративного сектора в государственные долговые ценные бумаги. В условиях низкой инфляции бремя по обслуживанию долга увеличивается, что сказывается на сокращении прежде всего, социальных государственных программ.

### **1.2.2. Научно-техническая, научно-производственная и информационная революции**

Вторым фактором усиления роли финансов в мировой экономике выступают научно-техническая, научно-производственная и информационная революции. Вторая половина XX в. характеризуется как период развертывания научно-технической и производственно-технологической революции (НТР), связанной с переходом от индустриальной к постиндустриальной производственной системе [45; 46]. Он включает



революцию в науке, переход к новому технологическому укладу, информационную революцию, а в итоге – развитие человека как главной производительной силы. В общетеоретическом аспекте НТР рассматривается как одна из стадий научно-технического прогресса (НТП), более общего динамического процесса развития фундаментальной и прикладной научно-технической мысли, и ее внедрения в практику материального производства [47]. О. М. Калмыкова [32, с. 8-10] показывает, что развитие современного мира тесным образом взаимосвязано с ростом технических изменений, влиянием научно-технического прогресса на все сферы общественной жизнедеятельности. Технология как устойчивая сумма формализованных операций, нацеленных на достижение определенных результатов, привносится в ранее не охваченные ею процессы. Технологизация, определяемая как система действий, которая формализована и алгоритмизирована, приводит в XX в. к возникновению технологических парадигм, трансформирующих понимание экономических, информационных, управленческих, общественных процессов. Контролировать потоки информации, распространяемые в мире, становится практически невозможным, как и обеспечить достаточные и защищенные информационные ресурсы для поддержания устойчивого функционирования, и развития. В. Н. Лопатин выделяет уровни информационной безопасности, обусловленные функционированием личности, государства, общества [51]. Общество, включаясь в виртуальную коммуникацию посредством Интернета, сталкивается с реальной проблемой утраты различия реального и воображаемого в массовом сознании. Актуализируется потребность в философском анализе технологических парадигм современности, фиксирующих глубокие структурные изменения в развитии человеческой цивилизации XX – XXI вв. [32, с. 8-10]. В соответствии с этим развитие государства еще с 80-х гг. XX в. начали создавать как национальные системы финансирования инноваций, так и развивать активное технологическое сотрудничество в сфере защиты от информационных угроз как инструмента

выживания и роста конкурентоспособности в новых условиях регионализации и глобализации [7, с. 9-12; 121].

Теория экономического развития и технологических изменений рассматривается как важная интегрированная область современной экономической науки<sup>73</sup>, основа инновационно-экологического типа хозяйства XXI в., в котором локомотивом структурных сдвигов становятся экологически ориентированные инновационные производства [309]. Социотехносфера рассматривается в качестве посредника между взаимно обусловленными процессами раскрытия сущности техники и сущности человека, в которой аккумулируются результаты постепенного превращения общества в глобальное «наднациональное» «надцивилизационное» единство, и техники и инноваций – в один из главных факторов глобализации. Инновации обычно развиваются в период депрессий (в соответствии со схемой предыдущих укладов). Но для развития инноваций нужны инвестиции.

В начале XXI в. основным звеном экономики становится не предприятие, специализированное на определенных видах продукции или стадиях технологического процесса, а транснациональные корпорации и также предпринимательские сети [23; 143]. По мнению Л. С. Бляхмана, ТНК выступают не только как глобальные производители, но и как инновационно-инвестиционные центры и среднее звено управления, планирующее и организующее развитие и удовлетворение спроса на определенном сегменте рынка [15]. Для работы в финансовой сфере специалистам требуются мощные и быстродействующие компьютеры. Сейчас происходит возрастание мощности и скорости работы компьютеров и коммуникационных сетей при снижении стоимости соответствующей аппаратуры. Еще в 1965 г. Г. Мур (один из учредителей компании Intel) предсказал, что процессинговая мощность

---

<sup>73</sup> В ряде работ развивается тезис И. Шумпетера о том, что организация нововведений является основной функцией предпринимателя и главным источником получаемого им дохода. Однако при этом многие авторы подчеркивают, что крупные базовые инновации требуют изменений в культуре общества и макроструктуре экономики и поэтому нуждаются в контроле и содействии со стороны государства (Nerbig P.A. The Innovation Matrix: Culture and Structure Prerequisites to Innovation. -Westport, 1994.).

кремниевого чипа будет удваиваться каждые 18 месяцев. Этот постулат назвали «законом Мура». С 1975 г. эта величина удваивается каждые два года. За последние сорок лет глобальные вычислительные мощности увеличились в миллиард раз. К 2020 г. процессинговая мощность обычного компьютера будет в миллиард раз больше, чем мощность компьютера 1975 г., а стоить он будет дешевле. Огромные мощности компьютеров в совокупности с их быстродействием и скоростью работы сетей создают предпосылки для преобразования финансовой сферы, потому что гигантские объемы информации и огромные расстояния больше не являются препятствием для ее анализа, систематизации и мгновенной передачи. Для эффективной работы финансово-информационных сетей необходимо также наличие определенного критического количества самих пользователей в мире, которое уже было достигнуто (табл.1.3).

Таблица 1.3 – Динамика пользователей\*\* интернетом в мире, 2000- 2016 гг.

Год	Количество пользователей Интернета	Проникновение	Население мира	Увеличение количество пользователей	Население мира,
		% от населения		в %	изменение в %
2000	<b>414,794,957</b>	6.8 %	6,126,622,121	47.3 %	1.28 %
2001	<b>502,292,245</b>	8.1 %	6,204,310,739	21.1 %	1.27 %
2002	<b>665,065,014</b>	10.6 %	6,282,301,767	32.4 %	1.26 %
2003	<b>781,435,983</b>	12.3 %	6,360,764,684	17.5 %	1.25 %
2004	<b>913,327,771</b>	14.2 %	6,439,842,408	16.9 %	1.24 %
2005	<b>1,030,101,289</b>	15.8 %	6,519,635,850	12.8 %	1.24 %
2006	<b>1,162,916,818</b>	17.6 %	6,600,220,247	12.9 %	1.24 %
2007	<b>1,373,226,988</b>	20.6 %	6,681,607,320	18.1 %	1.23 %
2008	<b>1,575,067,520</b>	23.3 %	6,763,732,879	14.7 %	1.23 %
2009	<b>1,766,403,814</b>	25.8 %	6,846,479,521	12.1 %	1.22 %
2010	<b>2,023,202,974</b>	29.2 %	6,929,725,043	14.5 %	1.22 %
2011	<b>2,231,957,359</b>	31.8 %	7,013,427,052	10.3 %	1.21 %
2012	<b>2,494,736,248</b>	35.1 %	7,097,500,453	11.8 %	1.2 %
2013	<b>2,728,428,107</b>	38%	7,181,715,139	9.4 %	1.19 %
2014	<b>2,956,385,569</b>	40.7 %	7,265,785,946	8.4 %	1.17 %
2015*	<b>3,185,996,155</b>	43.4 %	7,349,472,099	7.8 %	1.15 %
2016*	<b>3,424,971,237</b>	46.1 %	7,432,663,275	7.5 %	1.13 %

\* оценочно на 1 июля 2016 г. \*\* Пользователь интернетом - индивидуум, имеющий доступ к интернету дома посредством любого электронного устройства и любого типа доступа.

Источник: Internet Live Stats ([www.InternetLiveStats.com](http://www.InternetLiveStats.com)) International Telecommunication Union (ITU), World Bank, and United Nations Population Division [359].

По данным IntrnetLivestat количество пользователей интернетом в мире достигло уже 46,1 % населения или 3,4 млрд человек. Лидером по проникновению и росту количества пользователей интернета является Азиатский регион. В Европе и Америке показатели скромнее, но они уже достигли практически максимального проникновения. Лидерство за собой сохраняет Европа: там всемирной паутиной охвачено более 85 % жителей.

Но еще быстрее возрастала скорость передачи информации. Например, в США только по обычным телефонным линиям она за 1980 – 1990-е годы увеличилась примерно в 22 раза (16–18% в год) [53, с. 6-7]. В современных условиях актуальным становится мобильность индивидуума и, соответственно, мобильный интернет приобретает важное значение. По данным исследовательской компании CISCO, в 2014 г. годовой объем мирового мобильного трафика составлял 30 эксабайт, а к 2019 г. этот показатель достигнет 292 эксабайт. Чтобы оценить объемы информации – это в 292 раза больше, чем весь фиксированный и мобильный IP-трафик, сгенерированный в 2000 г. [336].

Для финансового рынка интернет становится своеобразным электронным посредником. Однако в развивающихся странах доступ в интернет остается ограниченным. Услуги мобильной связи и пользования интернетом стали более доступными как в развивающихся, так и в развитых странах. Стоимость услуг фиксированной широкополосной связи за последние пять лет снизилась на 82%. Это позволило увеличить число домохозяйств, подключенных к такой связи на дому. В Европе – самая дешевая широкополосная связь, если соизмерять ее с валовым национальным доходом на душу населения. Однако в развивающихся странах выход в интернет не становится дешевле. В некоторых случаях, как отмечается в докладе, подключение к широкополосной связи в этих странах может стоить более 50% валового национального дохода на душу населения. В официальных документах Европейской комиссии глобальная электронная

среда определяется как «среда, в которой любая компания или индивид, находящиеся в любой точке экономической системы, могут контактировать легко и с минимальными затратами с любой другой компанией или индивидом по поводу совместной работы, для торговли, для обмена идеями и ноу-хау или просто для удовольствия» [353].

В ближайшей перспективе прогнозируется рост мобильного облачного трафика благодаря разработкам облачных приложений и сервисов, которые позволяют все увеличивающемуся количеству пользователей мобильным интернетом преодолеть ограничения, накладываемые их устройствами. По прогнозам с 2014 по 2019 гг. мобильный облачный трафик в мире увеличится в 11 раз. Таким образом, внешняя среда побуждает финансовые рынки к переменам и создает для них технологическую основу.

В условиях, когда научно-технический прогресс предъявляет *небывалый спрос на финансовые средства* (для новых инвестиций и исследований, для расширения рынков сбыта и т. п.), мировая финансовая система, ныне включающая не только развитые страны, но и государства с развивающимися рынками, сумела вовлечь в свою орбиту мощные дополнительные ресурсы – средства пенсионных и страховых фондов, доходы нелегального и полулегального бизнеса, немалые денежно-финансовые ресурсы периферийных стран. Использование этих средств сопровождается глубокими структурными сдвигами во всей сфере финансов, снижением роли одних видов финансовой деятельности и учреждений (традиционных форм кредита и кредитных учреждений, коммерческих банков) и возрастанием роли других (безналичные и компьютеризированные расчеты, эмиссия ценных бумаг и новых видов обязательств, валютные и фондовые операции и т. п.) [288].

В будущем информационные и коммуникационные технологии станут все шире использоваться для привлечения клиентов. Уже сейчас финансовые услуги предлагаются через интернет, а физические контакты банков, инвестиционных компаний и страховых компаний с клиентами постепенно

вытесняются электронной почтой и связями через компьютерные сети. Новые технологии позволяют добиться большей индивидуализации предложения финансовых продуктов и услуг и оказывать их клиенту в любом месте и в любое время по его запросу. В связи с этим эксперты говорят о формировании новой концепции виртуальных компаний, основанной на информационных и коммуникационных технологиях. Все это требует большей свободы действий для финансовых институтов в разных странах и регионах мирового хозяйства, унификации стандартов, методов продвижения продукции, что в результате приводит началу процессов либерализации и унификации законодательных норм.

Иногда в экономической литературе изменения, происходящие в сфере финансов, объясняют преимущественно, если не исключительно, достижениями в технике, информатике и средствах коммуникации [249; 185]. Действительно, интернет, моментальная связь в режиме онлайн, развитие электронной коммерции, становление электронных торговых площадок т. д. представляют широкий набор новых инструментов и методов управления бизнесом и позволяют стремительно производить всевозможные операции, быстрота и непрерывность которых препятствует понижению средней нормы прибыли в отрасли. Технические возможности финансистов, для которых своевременная, уникальная информация – основа успеха, расширились за последние десятилетия во много раз. Отметим, однако, что быстрорастущая роль современных финансов определяется не только этим.

### **1.2.3. Либерализация финансового законодательства**

Третьим фактором усиления роли финансов в мировой экономике можно назвать процессы либерализации, дерегулирования и унификации стандартов работы на национальных и международных финансовых рынках. Данная

тенденция четко прослеживается на страховом рынке: на крупнейших мировых рынках преобладает тенденция к либерализации и повышению конкурентоспособности страховых организаций. В целом заметен произошедший в течение наблюдаемых 15 лет сдвиг в сторону более либеральных режимов регулирования, поощряющих конкуренцию и ограничивающих регулирование в общественных интересах<sup>74</sup> (см. рис. 1.3).

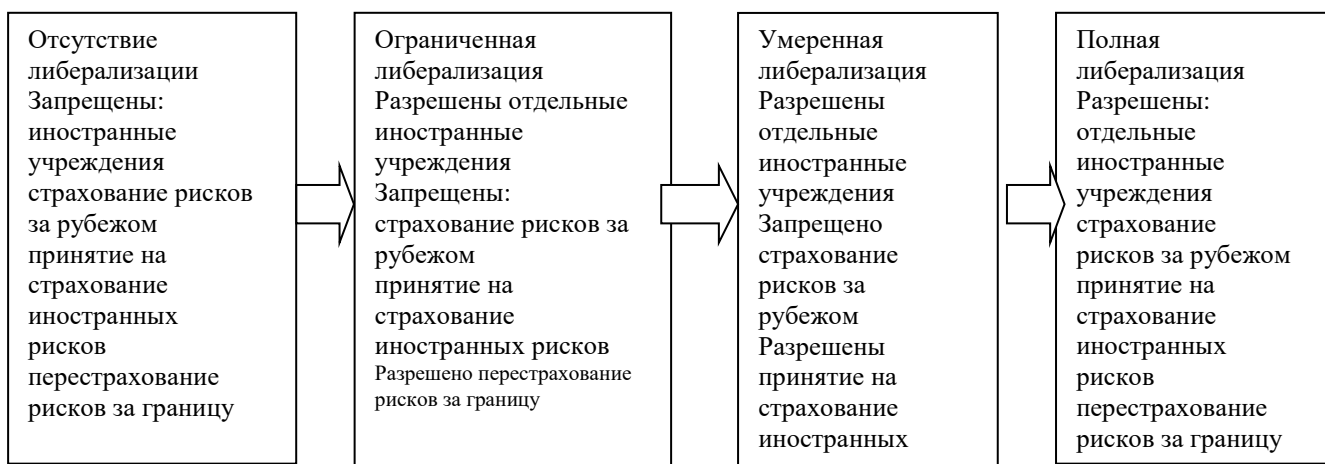


Рисунок 1.3 – Этапы либерализации страховых рынков

Составлено по: Skipper, H. D. *International Risk and Insurance: An Environmental-Managerial Approach*. UK: Irwin, McGraw-Hill, 1998. P. 341.

Либерализация финансового законодательства в некоторых странах позволила банкам и страховым компаниям владеть значительными долями акций друг друга. Еще в 1985 г. были пройдены первые шаги на пути к

<sup>74</sup> В процессе либерализации рынка выделяется ряд этапов, ведущих от консервативного к открытому рынку. В соответствии с этой периодизацией Россия в настоящее время находится на стадии ограниченной либерализации. Особенное влияние на процесс либерализации страхового регулирования России оказывают многосторонние переговоры ВТО, проводящиеся как часть ГАТС (Генеральное соглашение по торговле услугами). В соглашении, вступившем в силу 1 марта 1999 года, 70 стран предложили улучшение условий допуска на свои страховые рынки, а 102 страны приняли обязательства по либерализации как часть ГАТС. ГАТС предусматривает несколько направлений либерализации сектора услуг, в том числе разрешение приобретения, оплаты и использования услуг, предоставляемых представителями других участников ВТО, доступ к использованию услуг на территории других государств — участников ВТО и присутствие лиц — участников ВТО с целью оказания услуг на территории другого участника. ГАТС включает общее соглашение, приложения по секторам и график исполнения обязательств участниками. В соответствии с приложением о финансовых услугах каждое участвующее в соглашении государство обязано принять меры страхового надзора, способствующие защите потребителей. Однако это регулирование не может быть использовано в целях уклонения от выполнения обязательств по открытию рынка, принятых странами, и дискриминации по национальному признаку. Сектор страхования дифференцирован в соответствии с подсекторами страхования жизни, общего страхования, перестрахования и деятельности страховых агентов и брокеров. Несмотря на то что ГАТС предлагает определенные преимущества глобальным страховщикам, во многих развивающихся странах все еще существуют значительные входные барьеры.

слиянию банковского и страхового капиталов в Великобритании и Франции. Британская страховая корпорация (компания) (СК) Standard Life инвестировала в Bank of Scotland, а французская GAN приобрела пакет акций банка Credit Industriel et Commercial (CIC). Германия начала двигаться тем же путем в 1986 г., а Италия – в 1990 г. В 1990 г. в Италии был принят закон Амато (Amato Law of 1990) [263], в результате чего банки смогли начать вкладывать свой капитал в страховые компании. В США 12 ноября 1999 г. Актом о финансовой модернизации был отменен закон Гласса – Стигалла (Glass-Steagall Act) [113], принятый в 1933 г. в контексте антимонопольного законодательства и запрещавший банкам заниматься инвестиционной и страховой деятельностью. Акт о финансовой модернизации Грэмма – Лича – Блайли (Gramm–Leach–Bliley Financial Modernisation Act) [114] коренным образом изменил американское банковское дело. Согласно закону о финансовой модернизации Грэмма – Лича – Блайли банковская холдинговая компания США получила возможность преобразовываться в финансовую холдинговую компанию (financial holding company) и быть собственником коммерческих и инвестиционных банков, а самое главное – и страховых компаний [54]. Страховщики и инвестиционные банки после принятия закона получили права формировать финансовые холдинговые компании (при положительном решении ФРС США) Нововведения закона о финансовой модернизации Грэмма – Лича – Блайли позволили банкам трансформироваться в ограниченные универсальные банки (restricted universal banks), что расширило спектр возможных предоставляемых услуг и позволило банкам проникать в страховой сектор финансового рынка. Кроме стандартных банковских услуг они стали предоставлять в том числе и страховые услуги. Как показывает практика финансового рынка США, большинство крупных международных банков «перерождаются» в финансовые конгломераты, предоставляющие банковские услуги, страхование, брокерские услуги, услуги по управлению активами и пр.



Любой банковский институт имеет финансовые ресурсы для страхования своих рисков и рисков своих клиентов. Более того, в некоторых отраслях страхования банковский сектор, вероятно, имел бы преимущество и в точности оценки рисков [68, с. 140-146; 28]. Так, по страхованию предпринимательской деятельности банк в большинстве случаев имел бы больше данных, чем любая страховая компания, особенно если застрахованный имеет счет именно в этом банке. Однако высокий уровень предпринимательского риска самого банка, равно как и его огромная социальная значимость, заставила регулирующие органы всех стран мира ограничить спектр доступных ему операций [64, с. 76-87]. Поэтому текущие нормы законодательства в этой сфере ни в одной стране не позволяют банку и страховой компании быть одним юридическим лицом. Соответственно, для страхования своих рисков и рисков заемщиков банки сотрудничают со страховыми компаниями, зачастую являющиеся их субсидиарами.

Банки начали образовывать свои собственные страховые компании и дочерние структуры в виде инвестиционных фондов и страховых компаний и проникать на ранее не свойственные им сегменты финансового рынка, т. е. на финансовом рынке стали проявляться черты конвергенции. Очевидно, что банковские институты заинтересованы в привлечении долгосрочных вложений из каких-либо источников, причём в существенных объемах. В данном случае партнерство банков со страховыми компаниями, которое позволяет создавать дополнительные источники доходов без увеличения нагрузки на собственный капитал, взаимовыгодно.

В разных странах доля страховых премий, собранных банками в качестве агентов страховых компаний, составляет в общем объеме премий страховщика от 2 до 15%. Наибольшим спросом при продаже через банки пользуются полисы личного страхования – доля страховых премий по страхованию жизни и пенсий, собранных банками, достигает 40% общего объема страховых поступлений по всем видам страхования. Например, в Италии, Испании и Португалии доля банковских продаж в подписанной

премии по страхованию жизни составила в 2012 г. 74%, 66% и 87% соответственно [326]. В Европе через банки реализуется каждый третий полис страхования жизни и каждый двадцатый – при страховании иных рисков физических лиц. Новые, более свободные правила позволили увеличить масштабы вложенных в международный оборот финансовых ресурсов и обеспечить их высокую мобильность. Финансовые ресурсы мира находятся в активном движении, перераспределяясь между различными участниками международных экономических отношений. Часть из них попадает в золотовалютные резервы, часть предоставляется за рубеж на льготных условиях в виде помощи, но основная масса покупается и продается на мировом финансовом рынке.

Важной причиной, способствовавшей превращению национальных финансовых рынков в составные части единого мирового рынка, стала разработка единых глобальных «правил игры». Целый ряд национальных и международных финансовых организаций в целях либерализации мирового финансового рынка заняты разработкой и внедрением единых стандартов и кодексов поведения для всех сфер финансовой деятельности, что, в свою очередь, приводит к дальнейшему процессу дерегулирования как отдельных национальных рынков, так и мирового финансового рынка в целом и ускорению глобализационных процессов.

### 1.3 Ускорение глобализационных процессов в контексте деятельности транснациональных корпораций

Четвертым фактором усиления роли финансов в мировой экономике является деятельность крупных транснациональных компаний (корпораций)<sup>75</sup>. Глобализация – процесс неоднозначный, отражающийся в многообразии проявлений, находящийся в интенсивном развитии. Этому феномену посвящено множество публикаций как зарубежных, так и отечественных ученых. Экономическая глобализация выражается, прежде всего, во все растущей экономической взаимозависимости национальных экономик во всем мире в результате быстрого роста трансграничных перемещений товаров, услуг, технологий и капитала. Экономические субъекты, используя механизмы глобализации и конвергенции решают проблемы конкурентоспособности в мировом масштабе.

Особую роль приобретают международные структуры, такие как *multinational corporations* (мультинациональные), *stateless corporations* (то есть корпорации вне государств) или *транснациональные корпорации* (ТНК)<sup>76</sup>, которые утрачивают национальную принадлежность к той или иной стране и становятся явлением общемирового характера. Как справедливо отмечает А. Б. Курицкий преимущества ТНК во многом связаны с ее международным характером деятельности [48]. Современные ТНК являются, прежде всего, крупнейшими национальными монополиями, которые способны перекладывать многие трудности на мелких производителей, используя свой потенциал. У ТНК имеется большая финансовую мощь и, соответственно,

---

<sup>75</sup> Трактовка термина ТНК неоднозначная и в рамках законодательства разных стран существенно отличается. Мы базируемся на определении ТНК, представленной в Системе национальных счетов.

<sup>76</sup> Понятие «Мультинациональные компании» (МНК) незначительно отличается от понятия «транснациональной компании» (корпорации) (ТНК). МНК - это традиционно национальные компании с зарубежными филиалами, в то время как ТНК обычно не идентифицирует себя с какой-либо страной. Тем не менее, эти термины часто используются как взаимозаменяемые. 4.74 МНК Конгломераты, которые включают корпорации, являющиеся резидентами разных стран, обычно описываются как многонациональные корпорации.

возможности диверсификации производства, доступа к дополнительным ресурсам, связанным с государственной властью, а также ресурсами для ведения научно-технических разработок.

Стоит согласиться с этим суждением и отметить, что при более детальном анализе прослеживается четкая тенденция превалирования крупного бизнеса над малым и средним. Например, по данным Федеральной службы государственной статистики РФ [348] доля малых предприятий в выпуске товаров и рыночных услуг в 2015 г. составила 6,7%; аналогичный показатель (доля в валовой выручке индивидуальных предпринимателей и партнерств) в США, по данным Статистического бюро США [346], в 2015 г. составил хоть и вдвое больше, но лишь 14%. В Канаде по данным Бюро статистики (Statistics Canada, Labour Force Survey, LFS) доля занятых в малом бизнесе составляет более 70 % от общей занятости в частном секторе, при этом его вклад в ВВП страны составил в 2015 г. в среднем по стране 30%, что является очень высоким показателем. В крупных компаниях работало всего 9,7 % от занятых в частном секторе, в то время как доля крупного бизнеса в ВВП Канады составила в 2015 г. более 70% [228]. В сравнительном исследовании малого и крупного бизнеса, проведенном группой европейских ученых в 2015 г. показано, что большинство предприятий малого и среднего бизнеса являются самостоятельными и не принадлежат к группам, при этом наибольшее количество предприятий малого бизнеса сосредоточено в производстве и секторе бытовых услуг [119]. Таблица 1.4 показывает, что доля малого и среднего бизнеса по количеству предприятий составляет в Евросоюзе 99,8 %. Практически во всех странах Европы, на долю крупного бизнеса по количеству компаний остаются менее 0,5 %. Более того, доля занятых на предприятиях малого и среднего бизнеса находится в диапазоне от 53,0 (Великобритания) до 78 % (Мальта), в среднем по ЕС 67%. То есть порядка двух третей всех занятых работают в сфере малого бизнеса. Однако доля малого бизнеса в совокупном ВВП ЕС составляла в 2014 г. менее 50 %.

Таблица 1.4 – Количество предприятий, работников, добавленная стоимость и доля малого бизнеса в экономике ЕС, по странам, 2012.

Страна	Количество предприятий		Количество занятых (чел.)		Добавленная стоимость (млн евро)	
	Итого	% Малые	Итого	% Малые	Итого	% Малые
Австрия	308 411	99,7	2 671 477	68,0	164 976	60,5
Бельгия	566 006	99,8	2 718 355	70,1	189 086	62,2
Болгария	312 608	99,8	1 872 997	75,5	18 246	62,3
Великобритания*	1 703 562	99,7	17 784 620	53,0	1 037 293	50,9
Венгрия	528 519	н/д	2 430 681	н/д	46 497	н/д
Германия	2 189 737	99,5	26 401 395	62,5	1 385 501	53,3
Греция	726 581	99,9	2 198 986	86,5	54 703	72,8
Дания	213 358	99,7	1 602 105	65,0	119 936	62,5
Ирландия	146 741	н/д	1 097 444	н/д	88 360	н/д
Испания	2 385 077	99,9	10 923 323	73,9	434 156	63,0
Италия	3 825 458	н/д	14 715 132	н/д	646 476	н/д
Кипр	46 139	99,9	224 915	н/д	7 864	н/д
Латвия	91 939	99,8	573 580	78,8	9 269	69,2
Литва	141 893	99,8	835 630	76,2	12 155	68,5
Люксембург	29 265	99,5	242 533	68,3	19 250	70,7
Мальта	26 796	99,8	119 224	79,3	3 548	74,9
Нидерланды	862 697	99,8	5 359 446	66,7	310 022	62,9
Норвегия	278 899	99,8	1 510 838	67,6	230 661	58,6
Польша	1 519 904	99,8	8 326 839	68,9	171 627	50,1
Португалия	793 235	99,9	2 942 895	н/д	66 360	н/д
Румыния	425 731	99,6	3 837 868	66,4	48 432	н/д
Словакия	398 392	99,9	1 417 228	69,7	32 922	60,5
Словения	119 644	99,8	574 479	72,3	17 140	62,8
Финляндия	226 373	99,7	1 457 599	63,0	86 957	59,6
Франция	2 882 419	н/д	15 495 621	н/д	890 597	н/д
Черногория	148 573	99,7	1 002 905	68,3	19 115	54,8
Чехия	1 007 441	99,9	3 521 520	69,8	84 142	56,0
Швеция	661 822	99,8	3 025 006	65,4	210 859	58,5
Эстония	58 408	99,7	393 545	78,1	9 338	74,9
<b>EU28</b>	<b>22 346 729</b>	<b>99,8</b>	<b>133 767 348</b>	<b>67,0</b>	<b>6 184 825</b>	<b>57,5</b>

Источник: Крупный и малый бизнес в Европе. [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Statistics\\_on\\_small\\_and\\_medium-sized\\_enterprises](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Statistics_on_small_and_medium-sized_enterprises) (дата обращения: 11.10.2016). \*до Брекзита.

Поэтому малый бизнес интересен государству, прежде всего, как как источник большого числа рабочих мест. Малый бизнес также менее подвержен циклическим шокам. В то же время крупные игроки, генерируя в денежном выражении для государства большой объем денежных

поступлений, становятся привилегированными участниками экономических отношений внутри страны и формируют новый глобальный экономический ландшафт XXI века.

ТНК по сути являются одним из основных элементов глобализации. Во многих случаях отдельные ТНК имеют капитал, превышающий совокупный национальный продукт стран, в которых эти ТНК формально зарегистрированы. В последние годы наблюдается увеличение вклада крупных корпораций как экономических субъектов в мировую экономику по сравнению с политическими субъектами – государствами. Так, совокупный объем продаж 200 крупнейших корпораций мира больше совокупного ВВП всех стран планеты, за исключением первых десяти. Увеличивается и эффективность функционирования транснациональных корпораций. Совокупная выручка этих 200 компаний за последние 25 лет увеличилась на 362,5%, в то время как число сотрудников, занятых на работе в этих фирмах, выросло гораздо менее значительно – всего на 14,4% [330; 358].

Рост экономической мощи частных транснациональных компаний по сравнению с государственными образованиями приводит к значительным экономическим и политическим последствиям, самое важное из которых заключается в усилении политической роли частных компаний: корпорации постепенно трансформируют свою быстро растущую экономическую мощь в политическое влияние, ослабляя тем самым политическую роль национальных государственных образований. Как отмечает В. М. Шавшуков, «сложно сегодня, в условиях продолжающегося экономического кризиса, ответить, каковы будут социальные последствия, если тенденция роста экономической мощи частных компаний не изменится и крупные корпорации постепенно подменяют собой государственные образования» [95, с.97– 102].

Некоторые исследователи, например, С. Андерсен, Дж. Каванга (Anderson S., Cavanagh Jh.) сосредоточились на анализе географической диверсификации деятельности ТНК и их роли в мировой экономике в качестве определяющего признака текущего периода глобализации. За последние 30

лет, число и размер ТНК резко возросли. Если в 1970 г. насчитывалось около 7 тыс. ТНК, то к началу XXI в. уже 63 тыс. материнских компаний, работающих с примерно с 690 тыс. филиалами во всех отраслях и странах мирового хозяйства, причем произошло и резкое увеличение их размеров [122]. ТНК стали «главными драйверами и бенефициарами глобализации», что является также и основной ее проблемой [361], так как эти процессы концентрируют богатство в весьма ограниченном круге собственников и менеджеров этих ТНК [155].

Совокупный объем продаж крупнейших ТНК также можно сравнить с доходами бюджетов стран мира. Так, по данным S. Anderson and Jh. Cavanagh, в 2000 г. из 100 крупнейших экономических субъектов мира 51 были глобальные корпорации, а 49 – государства [122], в 2012 г. американский исследователь Ст. Уайт (White St.) [351] на основе данных Всемирного банка и журнала Fortune представил список 175 крупнейших субъектов мировой экономики, сравнивая ВВП стран мира и объем продаж ТНК. В списке первое место занял Евросоюз с совокупным ВВП 17,5 млрд долл. (до Брекзита), на втором месте оказались США с 15 млрд долл. ВВП, а на третьем месте Китай – 7, 3 млрд долл. В 2014 г. в топ 100 экономических субъектов мира уже входили 63 ТНК и 37 суверенных государств [327; 358].

В рейтинг попали все крупнейшие автопроизводители мира: Ford на 27-м месте, DaimlerChrysler на 28-м, Mitsubishi на 38-м, Toyota на 39-м, Volkswagen на 58-м месте, Honda на 78-м, Nissan на 80-й позиции, Fiat на 85-м месте. Достойные места заняли ряд производителей бытовой электроники, в основном из Японии, а также ведущие банковские структуры (Citigroup 57-е место, Bank of America – 84-е). Большую часть этого списка корпораций составляют компании, занимающиеся страхованием. Из 51 попавшей в рейтинг корпорации 8 – страховые компании. Они уступают только представителям автомобильной промышленности (9 корпораций).

При рассмотрении крупнейших корпораций по величине рыночной капитализации очевидным становится смещение центра экономического роста

из Европы в Азию. По мнению экспертов, специфика рынков такова, что через некоторое время ситуация может сильно измениться [335]. В тройку лидеров рейтинга в 2016 г. вошли две китайские компании – Petrochina с капитализацией 366,66 млрд долл. (1-е место) и Ind & Comm Bank of China, расположившаяся на 3-м месте с 257 млрд долл. Обратим внимание, что именно китайские компании представляют финансовый сектор. Вторую строчку заняла американская ExxonMobil – 341,14 млрд долл. Аналитики авторитетной консалтинговой группы компаний «Эрнст энд Янг» отмечают, что если количество североамериканских компаний в этой группе остается неизменным, то число европейских компаний среди 300 крупнейших сократится.

В силу своей транснациональной структуры, мощных финансовых рычагов давления на государство эти корпорации могут извлекать выгоду из международных различий в деловом цикле, экономической политике, уровне налогов и таможенных пошлин, темпах инфляции, ставках заработной платы, производительности, технических стандартах, номенклатуре спроса и т. д. [11]. Данное явление получило наименование «экономического гигантизма», сочетающегося с феноменом «глобальной экспансии» (global reach), т. е. извлечение ТНК основного объема прибыли из источников, находящихся за пределами страны приписки. Таким образом, возникает противоречие на стыке роли государства как субъекта собственного экономического потенциала (бюджета) и участника финансовой рыночной системы и его (государства) роли как верховного институционального субъекта, обеспечивающего общественный контроль над экономикой. Все отчетливее проявляются ограниченные экономические функции государства – при сохранении данной тенденции они могут свестись к обеспечению суммы налоговых поступлений в бюджеты разных уровней.

Поэтому государству необходимо найти свое место в институциональной системе общества – стимулировать развитие институтов и как механизмов поведения, и как механизмов формирования общественного сознания,



выявления целевых установок общества [95, с.97-102]. Применительно к нашему исследованию необходимо ответить на вопрос какой вклад ТНК вносят с ускорение процессов глобализации.

Так как фокус нашего исследования – финансовые ТНК, то в мы сконцентрируемся на понятии «финансовая глобализация». Количественная оценка финансовой глобализации является не простой задачей, принимая во внимание сложность и многомерность процесса. Тем не менее, стоит оценить, и внести дополнительный вклад в общую дискуссию о глобализации, а также обеспечить возможность дальнейшего исследования взаимосвязи между глобализацией и другими экономическими явлениями, такими как благосостояние, развитие, экономический рост и т. д.

Прежде всего, отметим что финансовая глобализация является частью всего глобализационного процесса и формирует глобальный финансовый рынок. Началом полномасштабной финансовой глобализации, по мнению большинства исследователей, принято считать активную внешнюю экспансию национальных банков и образование первых транснациональных банков (ТНБ) в 1990-х гг. XX в, которые переросли к началу XXI в. в крупнейшие финансовые транснациональные корпорации.

Финансовые ТНК (согласно классификации СНС п.4.98) предоставляют финансовые услуги, в том числе услуги страхования и услуги пенсионных фондов и являются неотъемлемой частью национальных финансовых рынков. Одновременно финансовые ТНК выступают на мировом финансовом рынке через развитие системы глобальных финансовых операций независимо от национальной принадлежности. Отметим, что в Системе национальных счетов понятие «корпорация» трактуется более широко, чем в национальных правовых системах [84]. Стандартно к корпорации в широком смысле относятся коммерческие компании и юридические лица с ограниченными обязательствами.

Финансовые ТНК вносят большой вклад в ускорение процессов глобализации. Традиционно уровень глобализации измеряют показателями открытости, такими как отношение международной торговли к ВВП, к расчету которого применяются разные подходы и методологии. Минусом является то, что составляющие его переменные охватывают не только экономическую деятельность государства, но и отражают политические, технологические и другие аспекты влияния глобализационных процессов. Наиболее известным из существующих вариантов является индекс глобализации КОФ, предложенный Акселем Дреером и ежегодно рассчитываемый в Швейцарском экономическом институте. В работе Петры Вьякович (Vujakovic P.) предложен новый индекс глобализации (NGI – New Globalization Index), учитывающий не только экономические индикаторы [316]. По сравнению с другими существующими индексами автор включает фактор географического расстояния между странами, чтобы отличить «истинную» глобализацию, от региональной интеграции.

Процесс финансовой глобализации также показывает противоречивые результаты. Можно выделить некоторые факторы, влияющие на скорость финансовой глобализации:

1. Уровень ограничений (контроля) трансграничного движения капитала.

С развитием финансовой системы она становится более сложной, открытой для иностранного капитала и становится все более тесно интегрирована с зарубежными финансовыми системами. Отметим, что процесс финансового развития может протекать и в относительно замкнутой финансовой системе, примером служит Китай [174]. Финансовая открытость может иметь значительное влияние на финансовое развитие, как положительные (участие иностранных институциональных инвесторов), так и отрицательные (нестабильность из-за возможных краткосрочных целей зарубежных инвесторов, недостаточная зрелость рынка, большая волатильность, меньшая открытость,).

На основе эмпирического анализа Г. Эстрада, Д. Парк и др. (G. Estrada, D. Park et al) показали, что эффект от увеличения открытости экономики менее выражен в развивающихся странах [176]. При этом есть исключения: развивающиеся азиатские экономики. Также в их исследовании показано, что открытость экономики может привести потенциально к финансовой нестабильности, что замедлит экономический рост. Все это выдвигает на первый план необходимость качественного государственного регулирования.

В. Грилли и Ж. М. Милези-Ферретти (Grilli, V., Milesi-Ferretti, G. M.), Д. Д. Чин Мензи и Х. Ито (Chinn Menzie, D., Ito H.), А. Камали (Kamaly, A.), А. Модии и А. Муршид (Mody, A. and Murshid, A.), Дж. Айземан и др. (Aizenman, J.) [196; 156; 224, pp. 391-400; 253, pp. 249-266; 254] на основе эмпирических данных оценивают степень финансовой глобализации с позиций регулятивных ограничений на приток/отток и движение капитала в той или иной стране, установки максимального уровня иностранного капитала в уставном капитале игроков национального финансового рынка и т.д. Статистическую информацию для такого рода исследований представляет Международный валютный фонд, Всемирный банк и другие международные организации.

## 2. Количественная оценка динамики движения капитала.

В публикациях, основанных на традиционных неоклассических моделях экономического роста мобильность капитала рассматривается как прямой фактор финансовой глобализации М. Козе, Е. Прасад (Kose M. A, Prasad E. Et al) [230], то есть процесс глобализации на финансовом рынке должен привести к оттоку капитала с развитых богатых экономик в развивающиеся (бедные), так как прибыль от вложений капитала там потенциально выше. Таким образом, недостаточность внутренних инвестиций в развивающихся странах будет компенсироваться притоком иностранных инвестиций из богатых стран. В более поздних публикациях Р. Левин (Levine, R.), М. Козе, Е. Прасад и др. (Kose M. A, Prasad E. Et al), Ф. С. Мишкин [241, pp. 865-934; 231 pp. 31-63; 252, pp. 139-170] подчёркивается важность косвенных факторов

наряду с прямыми: улучшения институциональных условий – совершенствования законодательства и государственного регулирования финансовой отрасли, макроэкономической политики в развивающихся и в транзитивных экономик. Р. Штульц (Stulz R.) обращает особое внимание на качество институтов финансового рынка и делает вывод о том, что глобализация снижает остроту проблемы «агента» посредством снижения стоимости внешнего финансирования и формирования стимулов для использования иностранного капитала [303, pp.1595-1637].

Общую динамику трансграничного движения капитала можно количественно оценить на основе анализа трансграничных потоков капитала в виде прямых иностранных инвестиций (ПИИ) (рис.1.4).

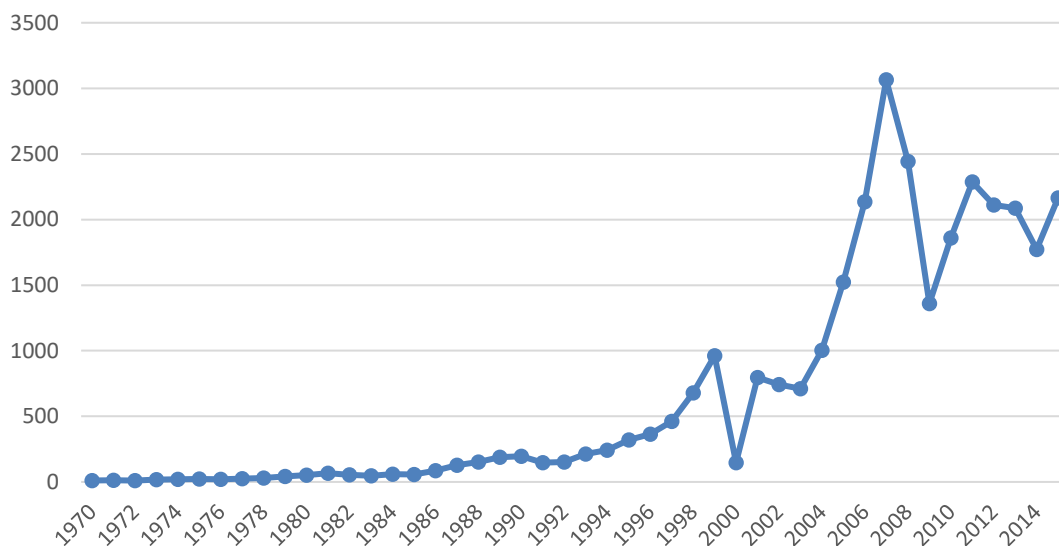


Рисунок 1.4 – Динамика прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в мире, млрд долл., 1970-2015 гг.

Составлено по данным: <http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?end=2015&start=1970&view=chart> [330];  
[http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016\\_Overview\\_ru.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_Overview_ru.pdf) [341]

На рис 1.6 представлены валовые потоки ПИИ. За период с 1970 г. по 2000 г. прослеживается четкий восходящий тренд. В начале 2000-х гг. каждый финансовый кризис результировал в резком провале значений ПИИ. Отметим, что кроме валовых ПИИ можно использовать и разницу между притоком и оттоком капитала в страну (чистые потоки). По нашему мнению, валовые

показатели в целом обеспечивают более устойчивую и менее чувствительную к косвенным факторам картину интеграции. Однако, годовые валовые потоки, как правило, нестабильны и подвержены ошибкам измерения<sup>77</sup>.

Значимость прямых исходящих иностранных инвестиций может быть проиллюстрирована на основе их доли в ВВП стран. На рис.1.5 показана динамика показателя в период 1990-2014 гг. Увеличение значимости исходящих ПИИ прослеживается особенно сильно в период после 2000-х гг. Как видно, не смотря на кризис и провал в 2008 г., тренд очень волатилен, но сохраняется рост. В развитых странах в 2014 г. этот показатель составил 42,3 % от ВВП. Транзитивные и развивающиеся экономики заметно отстают, но также уверенно увеличивается значимость исходящих ПИИ.

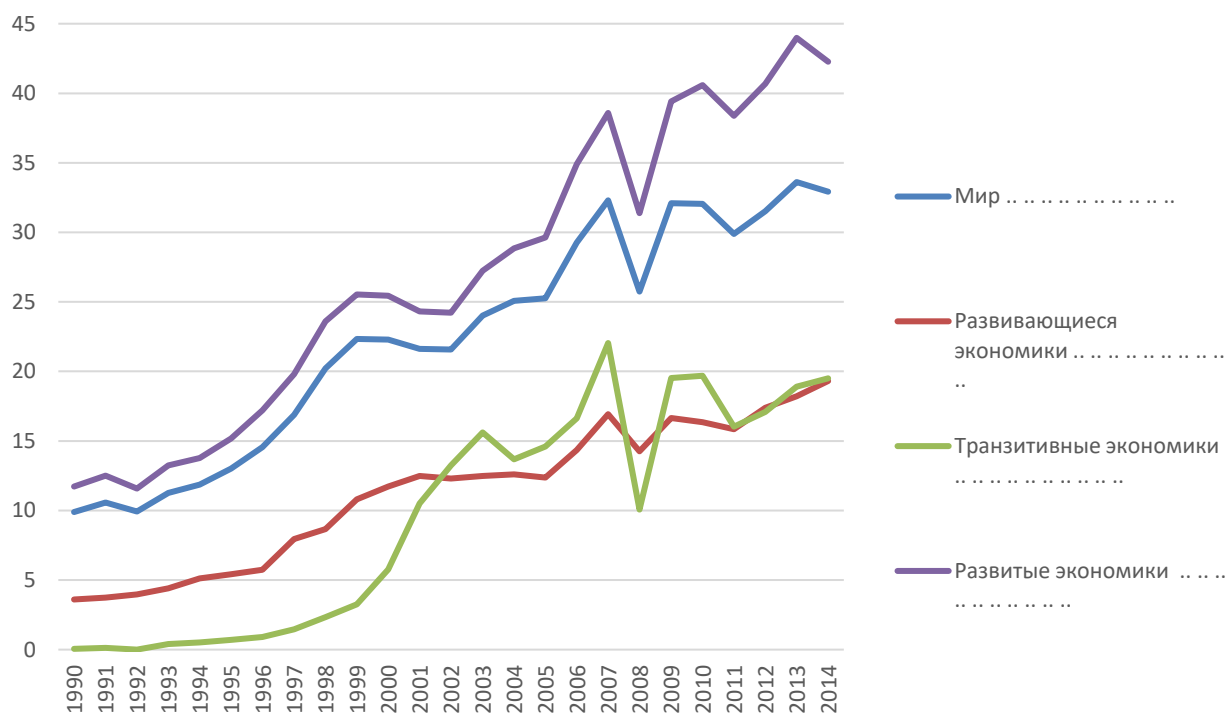


Рисунок 1.5 – Исходящие прямые зарубежные инвестиции в % от ВВП, 1990-2014 гг.

Составлено автором по данным: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx> [341]

<sup>77</sup> Избежать недостатков можно с помощью использования такого индикатора финансовой глобализации как сумма валовых иностранных активов и обязательств по отношению к ВВП.

Р. Лейн и Ж. М. Милези-Фаретти (Lane Ph. R., Milesi-Ferretti G. M.) в совместном исследовании проанализировали динамику финансовой интеграции в 145 странах за период с 1970 по 2004 гг.[237] Индикатором финансовой глобализации являлась общая сумма международных валовых активов и обязательств по странам. Согласно их данным наблюдается явный всплеск финансовой глобализации, особенно с середины 1980-х годов, в то время как уровень интеграции явно высокий для продвинутых экономик, в странах с формирующимся рынком финансовая интеграция запаздывает. Как видно на рис. 1.6, накопленные прямые входящие иностранные инвестиции по группам стран демонстрируют резкое увеличение в период с середины 1990-х гг. Интересен тот факт, что резкий прирост совпадает с периодом резкого возрастания распространения интернета.

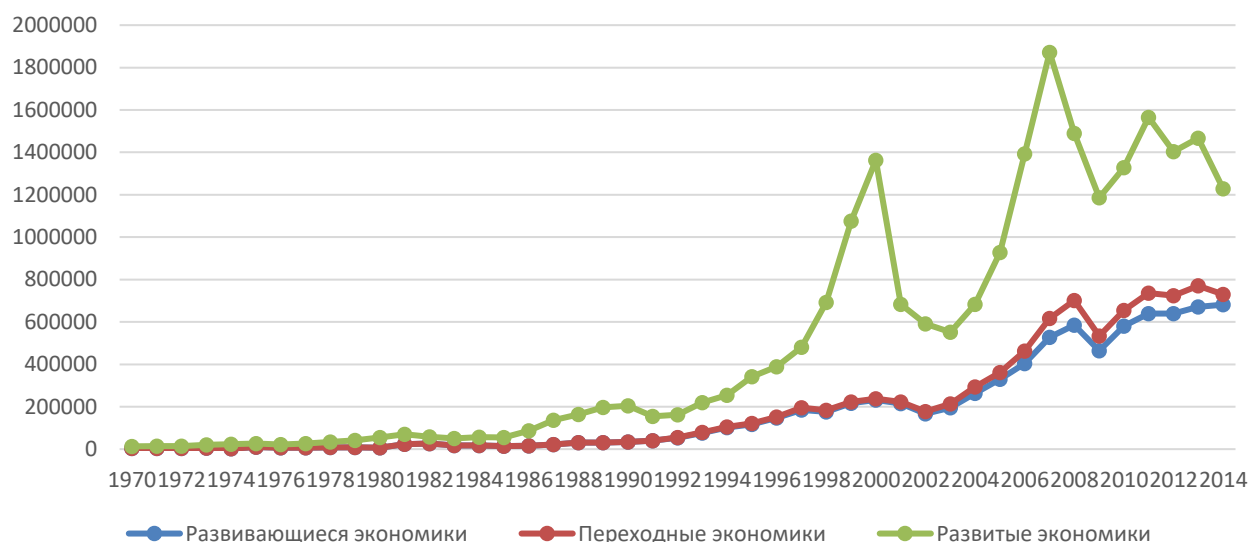


Рисунок 1.6 – Накопленные прямые входящие иностранные инвестиции по группам стран, в текущих ценах и по текущему курсу, млн долл 1970-2014 гг. Составлено автором по данным: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740> [341]

Резкое увеличение финансовых потоков в сторону развивающихся и переходных экономик, а также сдвиги в структуре этих потоков объясняются, по мнению Г. Кальво, Л. Лейдерман и С. Рейнхарт (Calvo G., Leiderman L., & Reinhart C.) [153, pp. 54-66], в том числе и политическими факторами (улучшение качества институтов управления, государственное регулирование

национального финансового рынка, приватизация госкомпаний и т.д.) и изменениями на самих мировых финансовых рынках (растущее значение депозитарных расписок и кросс-листинга, то есть котировок ценных бумаг одновременно на нескольких фондовых биржах разных стран, появлением и бурным развитием небанковских финансовых инвесторов как ключевых игроков мирового финансового рынка и направление ими больших объемов потоков капитала на развивающиеся рынки (emerging) (Е. Прасад, К. Рогофф и др. 2003) [276].

Отметим также что наряду с положительными эффектами финансовая глобализация может увеличивать отрицательные Дж. Стиглиц (Stiglitz, J.): в условиях асимметричности информации, недостаточной транспарентности финансового рынка, низкого качества финансовых институтов. Это может привести к неэффективному распределению финансовых потоков и результировать финансовым кризисом [301, pp. 57-71].

Увеличение роли небанковских институциональных инвесторов на национальных финансовых рынках показывает динамика ПИИ пенсионных фондов и доля ПИИ пенсионных фондов в общем объеме прямых исходящих иностранных инвестиций (табл.1.5).

Таблица 1.5 – Доля автономных пенсионных фондов в общем объеме исходящих ПИИ, в некоторых странах, 2014 г.

Страна	ПИИ, итого	ПИИ ПФ	в % от общих ПИИ
Канада	52620,016	17355,766	32,98
Чили	12999,031	5696,7831	43,82
Дания	10951,863	2764,1169	25,24
Израиль	3975,222	703,46849	17,69
Италия	23450,783	13443,922	57,33
Япония	113628,77	26371,758	23,21
Мексика	5200,63	690,8866	13,28
Нидерланды	40808,722	33325,999	81,66
Норвегия	19246,644	5712,1866	29,68
Португалия	6664,1945	3370,7917	50,58
Швейцария	16797,585	6863,7592	40,86

Составлено автором по данным [330]

Несомненно, финансовая глобализация и финансовая конвергенция несут в себе риски: использование экономической мощи мировых финансовых центров для оказания давления на политику принимающих государств, вмешательство в их внутренние дела, подкуп местных чиновников в интересах получения выгодных заказов, налоговых и иных льгот. Отсюда и широкая практика политических скандалов, коррупция, налоговые злоупотребления, попытки применения в своей деятельности законов и других норм стран происхождения капитала, претензии на особые привилегии, отказ признавать исключительную юрисдикцию местных судов и т. п. Экспортируя свои товары, крупнейшие бизнес-структуры препятствуют развитию конкурирующего национального производства. Планирование производства и торговли, осуществляемое в их рамках, может вступать в противоречие с программами экономического развития принимающих стран, подрывая выполнение этих программ.

Образование внутри такой группы закрытых внутрикорпорационных систем планирования и осуществления международной торговли между подконтрольными ей предприятиями разных стран позволяет этой группе по своему усмотрению распределять платежи, сосредотачивая прибыли в одном государстве, а убытки – в другом. Финансовая зависимость приводит к тому, что распространенной практикой оказывается и размещение в развивающихся странах экологически вредных производств, в том числе не допускаемых в государствах, где находятся головные предприятия.

*Так как входящие в финансовые объединения институциональные инвесторы согласно классификации СНС все являются финансовыми корпорациями, предоставляют финансовые услуги и осуществляют глобальные финансовые операции в разных странах и регионах мирового хозяйства независимо от национальной принадлежности головной компании, то они являются транснациональными финансовыми корпорациями. Именно они на основе принципов диверсификации и образуют финансовые конгломераты.*



По нашему мнению, вышеперечисленные обстоятельства свидетельствуют о том, что глобализация мирового хозяйства в предстоящие годы будет продолжаться, но процесс, по-видимому, останется жестким в плане конкуренции за рынки, ассиметричным с точки зрения неравенства победителей и побежденных, в существенной степени зависящим от направления финансовых потоков крупнейших игроков, а негативные последствия деятельности транснациональных корпораций в принимающих странах, особенно в развивающихся и характеризующихся транзитивной экономикой, заставят государства изменить принципы регулирования международных экономических субъектов. Они зачастую не способны самостоятельно оказывать сопротивление напору со стороны ТНК, нередко по финансово-экономической мощи превосходящих принимающее государство.

### **Выводы по главе 1**

На основе проведенного анализа формирования представлений в научном сообществе о конвергенции в главе дано авторское определение финансовой конвергенции в контексте глобализации и формирования мирового финансового рынка. Для раскрытия сущности понятия автор представил генезис формирования представления о новом для мировой экономики явлении – финансовой конвергенции, раскрыв механизм изучаемого явления и выявив основную цель финансовой конвергенции – повышение конкурентоспособности субъектов финансового рынка.

В современной экономической литературе существует множество толкований экономической категории «конвергенция». По существу, в понятии «конвергенция» раскрывается вектор эволюции современного глобального общества. Конвергенция позволяет субъектам экономических

отношений «совместными системными усилиями» отвечать на глобальные вызовы современности. Таким образом, применительно к мировому финансовому рынку причиной появления финансовой конвергенции явилась конкурентная борьба между собой разных субъектов секторов финансового рынка за его завоевание, т.е. борьба за сохранение и/или увеличение в нем своей доли участия.

**Финансовая конвергенция** – есть взаимопроникновение деятельности конкурирующих между субъектов – участников (институтов) различных секторов мирового финансового рынка, основанное на их взаимосвязи и определенной схожести, объединяющее усилия участников и направленное на совместное одновременное повышение конкурентоспособности этих субъектов. Одновременно с процессами глобализации и конвергенции благодаря ряду макроэкономических факторов развитие финансового сектора в XXI в. стало одним из узловых моментов, определяющих конкурентоспособность любой экономики, в том числе и российской. Основными факторами усиления роли финансов на мировом рынке являются:

- увеличение долговых обязательств стран мира на фоне уменьшающегося экономического роста;
- научно-техническая, научно-производственная и информационная революция;
- либерализация регулирования финансовых рынков;
- увеличение воздействия транснациональных корпораций на национальные и мировые финансовые рынки.

До конца рубежа XX в. небанковские финансовые инвесторы в составе ТНК разных сегментов национального и мирового финансовых рынков тяготели к специализации и разделению функций, однако к началу XXI в. они начали демонстрировать выраженную склонность к объединению друг с другом и проникновению на функционально не свойственные им рынки. В первую очередь, как было отмечено выше, это объясняется невозможностью

повышения своей конкурентоспособности только за счет собственных ресурсов в условиях глобализации, когда на рынке появляются крупные игроки, работающие на мировом уровне, по силе и мощности, существенно превосходящие других субъектов рынка, а также желанием увеличить свои преимущества за счет привлечения его капитала. На выигрыш в конкурентной борьбе между национальными и мировыми игроками финансового рынка в этих условиях в большей мере могли претендовать участники национального финансового рынка, объединяющие свои усилия, в том числе участники - субъекты разных секторов национального финансового рынка, используя механизмы финансовой конвергенции.

## **Глава 2. Финансовые конгломераты – особая институционально-организационная форма финансовой конвергенции**

Ускорение процессов глобализации и интеграции на международном уровне приводит к развитию процессов финансовой конвергенции и образованию финансовых конгломератов – больших групп финансовых корпораций – не только на уровне национальных экономик, но и на уровне мировой экономики – как механизм повышения конкурентоспособности она используется и мировыми игроками финансового рынка.

Финансовая конвергенция как механизм повышения конкурентоспособности ее участников предполагает решение целого ряда вопросов, связанных с институционально-организационной формой финансовой конвергенции.

В данной второй главе нам представляется важным проанализировать мировую практику формирования и функционирования такой формы интеграции компаний разных секторов мирового финансового рынка, как финансовый конгломерат, рассмотреть его особенности, выявить его преимущества и негативные стороны, выяснить, какие факторы влияют на состав участников объединения, а также описать специфику финансового конгломерата как основной институционально-организационной формы финансовой конвергенции.

## **2.1 Финансовые конгломераты как универсальные финансовые посредники**

Поиск эффективных организационных форм объединения компаний продолжается, по крайней мере, на протяжении последнего столетия. В мировой практике сложились разнообразные типы интеграции фирм, различающиеся в зависимости от целей сотрудничества, характера хозяйственных отношений между их участниками, степени самостоятельности входящих в объединение предприятий. Основные из них, как отмечает И. Г. Владимирова, это ассоциации, альянсы, консорциумы, концерны, консорциумы, картели, пулы, конгломераты, тресты, промышленные холдинги, синдикаты, финансово-промышленные группы и т. п. [18].

Объединение усилий разных субъектов различных секторов финансового рынка означает определенную интеграцию этих субъектов. На мировом экономическом пространстве де-факто существует множество типов объединений компаний. Выбор варианта объединения (интеграции) зависит, прежде всего, от целей заинтересованных сторон сотрудничества, характера и тесноты взаимосвязей между экономическими субъектами.

Финансовый конгломерат по своей сути является интернациональным, что объясняется необходимостью диверсификации рисков по всему миру. Одно из последствий состоит в повышении роли финансовых конгломератов, действующих на наднациональном и международном уровнях, а также их роли как финансовых посредников. Для более полного понимания механизма финансового посредничества целесообразно выделить два основных подхода, разрабатываемых во второй половине XXв. – транзакционный и информационный.

Транзакционный подход в экономической теории связан с теорией транзакционных издержек в реальной экономике. Транзакционные издержки,

как показано в работах неинституционалистов Р. Коуза, К. Эрроу, О. Уильямсона, Д. Норта, Л. Тевено, представляют базовую ячейку институционального анализа. Эти издержки связаны с поиском информации о покупателях и поставщиках, а также о рыночной ситуации в рекламе, с проведением переговоров (включая представительские расходы), подготовкой, заключением и контролем за исполнением контрактов (в том числе измерение количества и качества получаемых товаров и услуг), их защитой (в арбитраже, судах и т.д.), представлением о фирме в органах власти и общественном мнении.

Наличие связи между функциями финансового посредничества в экономике и транзакционными издержками доказали еще в середине 70-х гг. XX в. Дж. Бенстон и С. Клиффорд (Benston G. J., Clifford S.). Они показали в причины существования феномена финансового посредничества [132, pp.215-231]. Именно несовершенства рынка (Market imperfections) вызывают рыночные трения (frictions) в виде информационных и транзакционных издержек. Финансовые посредники на рынке появляются с целью удовлетворить финансовые потребности своих клиентов (сберегателей и инвесторов) с минимальными для них транзакционными издержками с помощью оказания услуг и производства особых финансовых продуктов (specific financial commodities). Такие продукты, как показал А. В. Канаев, позволяют инвестировать с приемлемой доходностью любую денежную сумму на любой срок, обеспечивать высокую ликвидность активов как для целей текущего потребления [33, 113-123]. Таким образом, основной характеристикой феномена финансового посредничества является способность обеспечивать удовлетворение финансовых потребностей сберегателей и инвесторов на более гибких по сравнению с прямым финансированием условиях и с минимальными издержками, которые авторы называют потребительскими транзакционными издержками (consumer-borne transaction costs).

Информационный подход связан с развитием теории информационной экономики. В последней трети XX столетия в международных научных кругах начали активно обсуждаться проблемы формирования и функционирования информационного общества, влияния информационной экономики на изменение рыночной и социальной среды, места государства на информационном рынке. Генезис информационной экономики и проблемы формирования теории финансового посредничества в условиях ускорения научно-технической и производственно-технологической революции широко обсуждаются современными экономистами. В этом плане следует отметить несколько исследовательских позиций. Экономисты Л. Е. Хейн и Д. Х. Пайл (Hayne L. E., Pyle D. H.) выявили значение неблагоприятного отбора (*adverse selection*) при финансировании инвестиционных проектов. Такая ситуация возникает, когда одна сторона по договору знает больше, чем другая [207, pp. 765-807; 208].

Действительно, асимметричность информации на рынке финансовых услуг может радикальным образом изменить условия спроса и предложения, причем панические труднообъяснимые действия мелких инвесторов становится все труднее прогнозировать и учитывать в финансовой стратегии крупных субъектов данного рынка. Современные информационные технологии, доступ к которым открыт всем участникам мирового финансового рынка, становятся своеобразным катализатором валютно-финансовых кризисов в случае их возникновения, поскольку способствуют быстрой диффузии информации.

Современный глобальный рынок представляет собой сложную информационную систему, социальный институт, предназначенный для рационального размещения ресурсов. Разнообразие участников информационного процесса, одновременно являющихся субъектами рыночных отношений (фирмы, домохозяйства, государство) и видов информации (цены, объем продаж, ставки кредита, налоги и т.д.) создает проблему эффективной координации; возникает потребность в дорогостоящих

системах связи и информации. Многообразие сигналов уменьшает издержки информационного неравенства лишь в том случае, если сигналы передаются в рамках организованной системы с помощью информационных посредников.

В таких условиях для рентабельной и надежной работы необходимо, чтобы информационные посредники ограничивались не только информацией, а становились полноценными финансовыми посредниками, которые используют свою специализированную информацию для приобретения активов. По мнению А. В. Канаева, формирование собственного капитала посредника и высокое качество приобретаемых им активов (активов с низким риском) являются необходимыми условиями для его нормальной посреднической деятельности – поддержания высокой доли заемных средств в структуре капитала [33, с.113-123].

Дальнейшее развитие информационного похода к изучению теории финансового посредничества было направлено к анализу деятельности финансовых посредников в качестве производителей информации (information producers). Серьезный вклад в развитие этого подхода внесли работы американского экономиста Дугласа В. Даймонда (Diamond D.W.), разработавшего концепцию финансового посредничества как делегированного мониторинга [163]. В основе такого мониторинга лежит минимизация издержек производства информации, необходимой для решения проблемы стимулирования (incentive problem) поведения заемщика в интересах кредитора. Данная концепция дала ответ на поведение контрагентов финансовых рынков в ситуации морального риска (moral hazard) и дополнила более ранние исследования, связанные с анализом неблагоприятного отбора.

Вопросы посреднической деятельности в финансовой сфере затрагиваются и в работах российских исследователей, большинство из которых, однако, не выходят за рамки трактовки особенностей деятельности страхового агента и страхового брокера, данной в законе. Например, в исследовании А. Ю. Лайкова [49] механизм эффективного сочетания интересов страхователей и страховщиков на основе разработки и реализации



индивидуализированных программ страхового риск-менеджмента потребителей. В развитой системе страховых отношений страхователь и страховщик участвуют в них в экономической форме своего профессионального представителя – брокера, что является объективным требованием развитого института страхования.

Вопросы построения посреднических сетей продаж и к отдельным элементам этого взаимодействия нашли отражение в публикациях: С. Г. Шibaева [98], А. Г. Колокольникова [36], В. Ю. Краснова [40]. Попытки классификации различных типов финансовых посредников представлены в работах С. В. Хохловой, Л. А. Молчановой [92, с. 907-910], разработка методологических подходов к сравнению косвенно измеряемых услуг финансовых посредников в странах СНГ представлена в статьях К. К. Бельгибаевой [14, с.155-159].

Согласно международной классификации ООН, представленной в системе национальных счетов (СНС, 2008) существуют три типа финансовой деятельности (см. рис. 2.1), осуществляемой финансовыми корпорациями (финансовыми транснациональными корпорациями в том числе): финансовое посредничество, вспомогательные финансовые услуги и другие финансовые услуги. Посредническая деятельность в области финансов определена следующим образом: «Финансовые посредники представляют собой институциональные единицы, которые принимают обязательства от своего имени с целью приобретения финансовых активов путем осуществления финансовых операций на рынке» [6].

Вспомогательные финансовые корпорации обслуживают национальные финансовые рынки. Это управляющие компании (УК) пенсионных фондов, страховые брокеры, оценщики, корпорации производных финансовых инструментов и пр. Другие финансовые корпорации осуществляют финансовую деятельность, но не предоставляют услуг на открытом финансовом рынке. Как раз финансовые посредники в лице

коммерческих банков, страховые корпорации, инвестиционные и пенсионные фонды и начинают образовывать финансовые конгломераты.



Рисунок 2.1 – Место финансового конгломерата в системе институциональных единиц финансового рынка

Составлено автором

Многонациональные или транснациональные корпорации, являющиеся резидентами разных стран, и включаемые в объединения корпораций, становятся конгломератами (СНС п. 4. 74). Как отмечено в СНС 4.51, большие группы корпораций, или конгломераты, могут быть созданы на основе контроля материнской корпорации над несколькими дочерними корпорациями, некоторые из которых могут контролировать свои дочерние корпорации. Таким образом, на мировом финансовом рынке основной институционально-организационной формой транснациональных корпораций, отвечающей финансовой конвергенции, становятся финансовые конгломераты.

Финансовое посредничество осуществляют финансовые посредники разных секторов финансового рынка в соответствии с характером их финансовой деятельности (п.4.103), а именно [6]:

1. Центральные банки;
2. Корпорации, принимающие депозиты, кроме центрального банка
3. Фонды денежного рынка (ФДР);
4. Инвестиционные фонды неденежного рынка;
5. Другие финансовые посредники, кроме страховых корпораций и пенсионных фондов;
6. Вспомогательные финансовые корпорации;
7. Кэптивные финансовые учреждения и ростовщики;
8. Страховые корпорации;
9. Пенсионные фонды.

Эволюция развития финансовых посредников показывает, что постепенно происходит изменение их структуры: от специализированных посредников – страховых корпораций, брокеров, различных инвестиционно-кредитных банков, инвестиционных фондов – до интегрированных финансовых посредников – финансовых конгломератов, куда разного рода посредники входят как составная часть. Посредническая же деятельность финансовых конгломератов предполагает, что они не только несут издержки, связанные с передачей ресурсов от одних институциональных единиц другим, но также берут на себя риски этих субъектов финансового рынка.

В научной литературе пока не выработано единого отношения к такому объединению, как финансовый конгломерат. В связи с этим существенное значение приобретают разработка понятийного аппарата, теории и анализ перспектив развития финансового конгломерата. Степень разработанности данной темы в российской и мировой практике незначительна. На сегодняшний день не существует и стройной общепринятой модели финансового конгломерата. До сих пор ведутся активные дискуссии, особенно экономистами из азиатских стран, об экономической эффективности такого типа объединений [138; 260; 306]. Финансовые конгломераты являются очень крупными и неоднородными объединениями, поэтому они традиционно не рассматривались как отдельные единицы, однако объективные тенденции

финансовой конвергенции заставляют исследователей обратить внимание на этот феномен. Такие ученые, как М. М. Шмид и И. Вальтер (Schmid M. M., Walter I.), утверждают, что конгломерация оказывает отрицательное воздействие на стоимость финансовой компании и ее конкурентные преимущества на рынке [290, pp.77-84]. Такая постановка проблемы во многом схожа с концепцией конвергенции развивающихся и развитых стран в неоклассической теории экономического роста. Другие исследователи, наоборот, показывают, что финансовая конгломерация имеет неоспоримые преимущества, особенно в условиях развития новых технологий и изменений в регулировании финансовых рынков [308; 243; 204]. По этой причине следует уточнить понятийный аппарат и, собственно экономическую категорию «финансовый конгломерат».

## **2.2 Финансовый конгломерат – современная форма финансовой конвергенции и его регулирование**

Финансовые конгломераты в классическом понимании объединяют на принципах горизонтальной интеграции банки, кредитные институты и страховые компании [64, с.76-87]. В самом общем значении термин «*финансовый конгломерат*» – это группа юридических лиц, занимающихся финансовым бизнесом (банковский бизнес, страховой бизнес инвестиционный бизнес)<sup>78</sup>. Однако в разных странах в целях регулирования деятельности

---

<sup>78</sup> Конгломерат (от лат. conglomerates — скопившийся, собранный) — монополистическое объединение, диверсифицированная корпорация, возникшая в результате слияния разнородных, не связанных между собой по отраслевому или технологическому признакам предприятий, фирм, кредитных учреждений, находящихся под единым контролем. Как форма монополистического объединения появились в начале 1970-х годов, наиболее широкое распространение получили в форме ТНК. Конгломераты возникают как результат слияния и поглощения фирм разнородной производственной ориентации путем приобретения финансовым центром компании активов или контрольного пакета акций различных компаний. Главная цель таких финансовых операций — обеспечить быстрый перелив капитала из менее рентабельных в более рентабельные производства и максимизировать объем прибыли конгломерата. Поэтому внутренняя

финансовых конгломератов используются более узкие определения. Характер интеграции конкретных учреждений, услуг, каналов их распространения, внутренних финансовых ресурсов может быть при этом самым разным и описывается широким диапазоном разнообразных соглашений между банками и страховщиками.

При отнесении финансового института к числу финансовых конгломератов следует руководствоваться также не просто размерами его активов, а именно его присутствием в разных областях финансового рынка. Это вызывает сложности для регуляторов, которые сталкиваются с проблемой, прежде всего, идентификации финансового конгломерата и применения к нему особого законодательства. Интеграционные объединения по типу «банк – инвестиционная компания» в Европейском Союзе вообще не подпадают под законодательное регулирование финансовых конгломератов, поскольку рассматриваются как «гомогенные», в то время как согласно законодательству США – это финансовые конгломераты. Такое разнообразие форм регулирования подчеркивает необходимость реформы финансового сектора. Современный кризис показал, что частные и государственные системы пруденциального регулирования не развивались в соответствии с изменениями в области финансовых нововведений и в будущем должны стать более действенными и гибкими.

Кроме того, тенденция к созданию новых сложных финансовых продуктов, позволяющих использовать пробелы в системах пруденциального регулирования, может вызвать проблемы, и для воспрепятствования ей необходимо принять соответствующие меры. Финансовые нововведения были и остаются одним из важных источников улучшения экономических результатов в среднесрочном плане, и их развитие должно поощряться. В то же время для повышения их общей эффективности необходим тщательно

---

структура конгломерата очень неустойчива. Конгломераты достаточно часто распадаются, превращаясь в диверсифицированные концерны. Однако некоторые конгломераты (крупнейшие ТНК) доказали свою жизнеспособность, широко манипулируя финансовыми средствами и оперативно приспосабливаясь к меняющейся конъюнктуре рынка. (Источник: Экономический словарь /под ред. А. И. Архипова. М.: издательство «Проспект», 2004).

взвешенный пересмотр пруденциальных мер, систем финансовой защиты и механизмов урегулирования кризисов.

Сегодня банки и страховые корпорации контролируют от 20 до 40% страхового рынка и в Европейском союзе. Крупными банкостраховыми группами являются Credit Agricole Indosuez, The Dai-Ichi Kangyo Bank Limited, Fortis Group, MeritaNordbanken, голландская ING Barings, Lloyds TSB, Den Danske Bank, шведский SEB Banken [109]. Текущие нормы законодательства в этой сфере все еще различаются в разных странах. В целом следует отметить мировую тенденцию к глубокой интеграции страхового и банковского капитала. Такая интеграция неминуемо вызывает рост конкуренции. Вместе с тем клиенты получают полный пакет высококачественных финансовых услуг в подразделении одной группы, который отвечает международным стандартам и практике создания интегрированного пространства для деловых операций.

Происходит либерализация и страхового рынка. Повсеместная либерализация торговли страховыми услугами осуществляется под влиянием формирования единых законодательных норм в рамках региональных интеграционных комплексов и приспособления к ним государств – не членов интеграционных группировок. При анализе структуры страховых рынков разных стран можно выделить несколько типов национальных страховых рынков. Прежде всего это рынки с высокой степенью концентрации капитала, где ведущие страховщики (2–3 компании) занимают основную долю, остальные же компании достаточно отстают от лидеров и не играют большой роли на рынке. Такая организация рынка не предполагает серьезной конкуренции. К этой группе стран можно отнести Германию и Италию, где лидерами страхового бизнеса являются страховые группы Allianz и Assicurazioni Generali соответственно. Годовой оборот Allianz превышает 40 млрд долл., а Assicurazioni Generali – 20 млрд долл. [29]. Вторая группа страховых рынков характеризуется присутствием нескольких крупных страховых финансовых конгломератов. Это рынки США, Великобритании, Франции. Еще один тип страхового рынка существует лишь в

Великобритании. Он разделен на специализированные независимые сектора: морское страхование, имущественное страхование, авиационное страхование, автострахование, страхование жизни, а также рынок страхования Lloyd's. Особенностью этого рынка является работа с клиентами исключительно посредством страховых посредников – брокеров. Ведущими игроками брокерского страхового рынка Великобритании (они также занимают ведущие рейтинги в мире) являются AON, Willis Group Holdings, Alexander Hauden, Bauring, Lesley Nicolson. Такое устройство страховых рынков обусловлено прежде всего законодательными особенностями регулирования национальных страховых рынков.

Согласимся с В. Т. Рязановым и С. Ф. Сутыриным, что в «условиях капитализма, когда рынок выступает в качестве основного инструмента координации хозяйствующих субъектов, важнейшим фактором экономического кризиса мировой экономики, обусловленным спецификой действующей модели функционирования экономики, является в том числе и либерализация финансового сектора мировой и национальных экономик» [77; 52, с. 3-11]. При проведении международных экономических сопоставлений следует выделить особенности восприятия конгломератов регуляторами в зависимости от их государственной принадлежности.

Государствами, в которых финансовые конгломераты получили наибольшее распространение, сегодня являются страны Европейского союза, Великобритания, Япония и США.

**Европейский союз** имеет наиболее разработанную правовую основу деятельности финансовых конгломератов (ФК) [110]. В Директиве «О Финансовых конгломератах» под финансовым конгломератом понимается группа компаний, которые ведут деятельность на разных секторах финансового рынка. Как минимум одна из этих компаний должна подпадать под лицензирование, также должна присутствовать компания страхового сегмента и еще одна компания из другого сегмента финансового рынка [312]. Данное определение не является на сегодняшний момент законодательно

закрепленным, а используется для организации рабочих групп по вопросам финансовых конгломератов. В определении следует выделить особую роль страховщиков, а также достаточно свободный перечень участников конгломерата. Предыдущее определение [103] финансового конгломерата (до внесения изменений в Директиву 2002/87/ЕС в 2012 г.) отличалось тем, что был дан исчерпывающий перечень возможных участников финансового конгломерата. Изменения, внесенные в определение, говорят о возросшей роли страхового сектора и о появлении новых игроков на финансовом рынке, которые становятся участниками финансовых конгломератов [277]. Более того, ежегодно в ЕС публикуется список крупнейших финансовых корпораций, относящихся признаваемых официально финансовыми конгломератами.

Согласно европейской классификации конгломерации группа компаний рассматривается как финансовый конгломерат, если более 50% активов группы – финансовые или если в группе компаний от 10 до 90% операций относятся к банковским и страховым. Если даже иная (нефинансовая) деятельность группы в бухгалтерском балансе группы имеет показатели более 6 млрд евро, такая группа компаний также рассматривается как финансовый конгломерат. Если группа компаний управляется не юридическим лицом (а какой-либо иной структурой), она является смешанным финансовым холдингом.

**Великобритания.** Наиболее традиционного подхода в данной стране придерживается Банк Англии, уделяющий повышенное внимание компаниям, занимающим ведущие роли:

- в деятельности по подписанию эмиссий акций;
- в деятельности по подписанию эмиссий облигаций;
- по выпуску синдицированных кредитов;
- по выпуску деривативов;
- по валютным торгам;
- в области доверительного управления ценными бумагами.



Финансовый институт, отвечающий требованиям приведенного списка, назвать финансовым конгломератом можно, но лишь в самом общем виде. В официальных публикациях Банка Англии он именуется как «большой сложный финансовый институт» (large complex financial institution) [238]. Как можно видеть из приведенных выше пунктов, основной упор сделан на рынок ценных бумаг, что более соответствует операциям универсального банка.

**США.** На американском континенте к конгломератам относят экономические объединения, которые возникают при так называемых конгломератных транзакциях, которые регулируются Актом Клейтона, Часть 7 (Clayton Act, Section 7): «конгломератной транзакцией является такая сделка, которая ни горизонтальна (участники сделки не являются конкурентами на рынке), ни вертикальна (участники сделки не являются по отношению друг к другу поставщиками/покупателями с позиции их производства или продаж)». «Чистые» конгломератные транзакции определены как сделки, вовлекающие компании, действующие на разных сегментах разных рынков, которые также не попадают под антимонопольное регулирование. Большинство сделок по слияниям, в результате которых образовались конгломераты, являются сделками по выходу на новые рынки или расширению продуктового ассортимента или же сделками, где вообще не прослеживается связь между бизнесами. Такими примерами, как отмечается в монографии, изданной Американской Ассоциацией Адвокатов (American Bar Association), могут служить конгломераты, имеющие в составе разные по профилю подразделения – от производства микросхем до предприятий, изготавливающих автомобили и ювелирные изделия [100].

**Япония.** Особое внимание финансовым конгломератам уделяет также правительство Японии [197]. Важно отметить, что именно Японию можно считать колыбелью этого типа институтов: сразу после революции Мэйдзи на территории этого государства сформировались крупные группы предприятий, известные как «дзайбатсу». К середине XX в. традиционные торговые дома приобретают характер финансовых групп. М. Акио отмечает главенствующую

роль в управлении такого типа объединениями предприятий финансового сектора [9], что позволяет рассматривать их как прототипы современных финансовых конгломератов.

Следует рассмотреть толкование термина финансовый конгломерат согласно правилам японского регулятора FSA (Financial Services Agency Organization Rules) [328]. «Финансовый конгломерат – это корпоративная группа, включающая в себя следующие направления деятельности: страховой бизнес, банковский бизнес, операции с ценными бумагами, доверительное управление или инвестиционно-консалтинговый бизнес». Однако такой подход представляет конгломерат как группу организаций, делая акцент именно на группе.

В Японии различают следующие типы финансовых конгломератов:

- финансовая холдинговая компания Financial Holding Company Group (согласно законодательству (Японии ст.2 пар.13 Закона о банках) к ним относятся Банковские Холдинговые компании «Bank Holding Company» [328]; «Банковские холдинговые компании долгосрочного кредитования, «long-term Credit Bank Holding Company»; Страховые холдинговые компании «Insurance Holding Company»; проводят операции как минимум двух типов: банковские, страховые, операции с ценными бумагами);

- холдинговая компания де-факто De-facto Holding Company Group; ' Де-факто холдинговая компания не является финансовой холдинговой компанией. Это нефинансовый институт, чьи субсидиары – финансовые институты и вовлечены как минимум в два вида финансовой деятельности

- материнская компания финансовых посредников (Financial Institution Parent Company Group);

- иностранная холдинговая компания (группа) (Foreign Holding Company, etc. Group).

Отметим, что классификация японского регулятора основана на способности группы оказывать влияние на финансовую стабильность институтов, расположенных внутри Японии. Используемое определение, в

отличие от британского, является чрезмерно широким и позволяет поставить под юридический контроль местных регуляторов почти все крупные финансово-промышленные группы. Такой подход соответствует традиции протекционизма в Японии и модели регулирования (называемой «ограничением рыночных механизмов»), как показала Кузнецова Н.П., адекватной олигополистической структуре финансового рынка страны [41, 144 с.; 362].

В научной литературе понятие финансовый конгломерат разработана слабо. Имеющиеся публикации в основном основаны на определениях регуляторов. Например, японский исследователь М. Кухара (Kuhara M.) предлагает «рассматривать финансовый конгломерат как диверсифицированную компанию на основе определений регуляторов США и ЕС» [233].

Что касается РФ, то до настоящего времени российских финансовых конгломератов в понимании западных регуляторов еще немного, но процесс активно развивается. Минусом является то, что эти объективные процессы происходят в отсутствие соответствующей законодательной базы. Понятие «финансовый конгломерат» с юридической точки зрения в РФ отсутствует. В 2013 г. были предприняты попытки каким-то образом изменить ситуацию, когда были внесены изменения в закон об организации страхового дела в Российской Федерации и появилось такое понятие, как «страховая группа». Однако «страховая группа» – понятие узкое и не охватывает того спектра финансовых услуг, которые предлагает финансовый конгломерат. В 2016 г. мегарегулятор ЦБ РФ опубликовал Доклад для общественных консультаций, в котором отмечается наличие де-факто на территории РФ 314 действующих неформальных финансовых конгломератов (ЦБ опирается на определение ФК из Директивы ЕС №2002/87/ЕС). Поэтому в РФ начата работа по разработке регулирующих инициатив, которые будут распространяться на холдинги, управляющие компании (УК), головные компании-нерезиденты. Проблема отсутствия должного регулирования ФК особо актуальна для

России в связи с присоединением к ВТО и либерализации национального рынка финансовых услуг. В перечне *специфических обязательств* по доступу на рынок страховых услуг прописано, что иностранные страховщики, в том числе входящие в ФК, смогут открывать филиалы в России без образования юридического лица с 2021 г.

Заметим, что в общем виде участники финансового конгломерата могут предоставлять как финансовые, так и нефинансовые услуги, однако финансовая составляющая должна превалировать в их деятельности.

Финансовые конгломераты как институционально-организационная форма финансовой конвергенции имеют следующую специфику [65, с. 10-23].

*1. Входящие в финансовый конгломерат фирмы принадлежат различным секторам финансового рынка, но они, как правило, связаны между собой функционально* – деятельность каждой из фирм конгломерата каким-то образом может быть связана с деятельностью других фирм, входящих в этот конгломерат. Пример – все фирмы, входящие в конгломерат, связаны функционально с деятельностью банка, входящего в данный конгломерат.

*2. Взаимопроникновение деятельности фирм, входящих в финансовый конгломерат, прежде всего, опирается на возможную схожесть (общности) разных секторов финансового рынка, к которым относятся фирмы, входящие в конгломерат.* Параметрами схожести, по мнению Черновой Г. В. и Писаренко Ж.В. являются, в первую очередь, клиентская общность, продуктовая, технологическая и сбытовая общности этих секторов. Определенная схожесть разных секторов финансового рынка определяется разными видами общности:

- *Клиентская общность* – различные сектора финансового рынка могут иметь единого потребителя их продуктов и услуг. Это могут быть как юридические, так и физические лица. Любая организация обязательно работает с банковским сектором, но, в то же время, она может застраховать свое имущество в страховой организации (страховой

сектор) и заключить договор с негосударственным пенсионным фондом о пенсионном страховании своих работников (пенсионный сектор);

- *Продуктовая общность* - разные сектора финансового рынка могут иметь и предлагать потребителю очень близкие по своим потребительским свойствам продукты и услуги. Например, гражданин может заключить долгосрочный договор страхования пенсий как со страховой компанией, так и с негосударственным пенсионным фондом;
- *Технологическая общность* - субъекты различных секторов финансового рынка могут использовать одинаковые технологии создания, продвижения и продажи определенных видов своих продуктов и услуг. Расширению технологической общности различных секторов финансового рынка в большой мере способствует применение информационных технологий, охватывающих создание и использование баз данных, обработку данных, в том числе их большого объема; применение одинаковых моделей, методов и алгоритмов не только по обработке данных, но и по продвижению и продаже продуктов и услуг;
- *Сбытовая общность* - разные субъекты различных секторов финансового рынка могут иметь одинаковые рынки и каналы сбыта своих продуктов и услуг и т.д.

Наличие и реализация данных предпосылок, т.е. использование схожести деятельности разных секторов финансового рынка, за счет объединения на добровольной основе усилий участников конвергенции создают возможность для повышения эффективности их деятельности следующим образом. Действительно, в рамках добровольной финансовой конвергенции объединение деятельности всех ее участников предполагает создание общего, единого для них рынка - на основе создаваемой общей клиентской базы, модификации известных продуктов и (или) услуг, технологий создания, продвижения и продажи определенных видов продуктов и услуг, М. Массимо и З. Рэман (Massimo M. and Rehman Z.) выделяют также необходимость наличия единого информационного пространства [250], а

также использования единых каналов распространения финансовых услуг [234]. Естественно, что создание такого единого для участников конвергенции рыночного пространства снижает удельные затраты для всех ее участников, что повышает эффективность их деятельности.

*3. Объединение в рамках финансового конгломерата капитала фирм, входящих в него, может осуществляться разными вариантами.*

Первый вариант – объединение осуществляется на основе контроля над активами конгломерата через право собственности, когда входящие в конгломерат фирмы находятся либо во владении у головной компании – держателя их акций или иных аналогичных финансовых инструментов [120, pp. 2637–2680; 157, p. 69-88.] либо имеет место перекрестное владение [323]. Фактического обмена ресурсами в данном случае не происходит [287, p.156-182], обеспечивается лишь механизм участия компаний в принятии решений, представляющих интерес друг для друга (рис. 2.2).

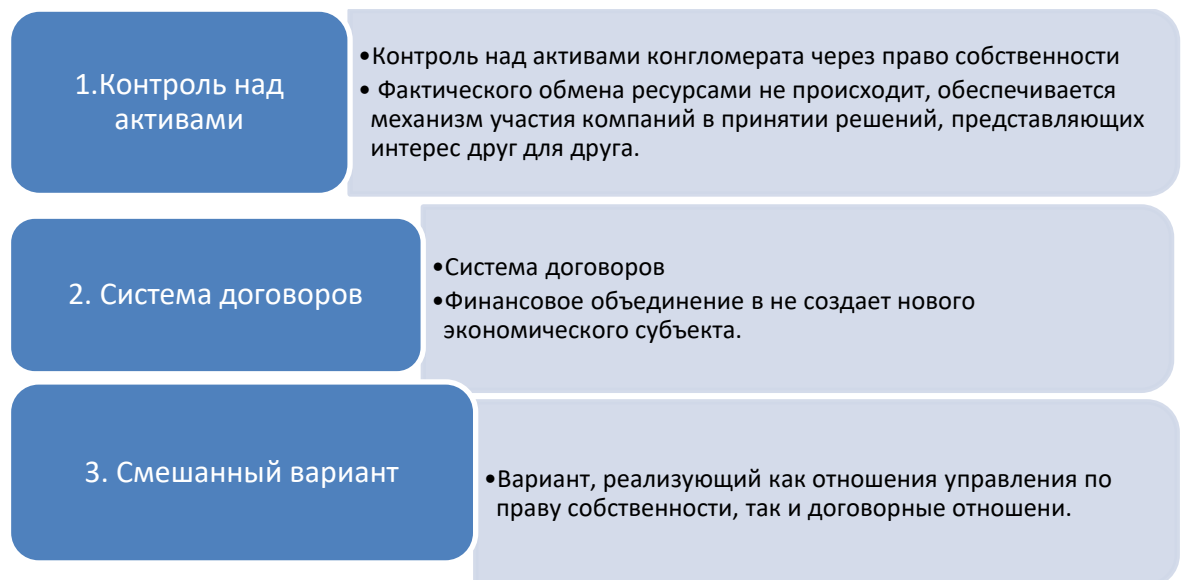


Рисунок 2.2 – Пути объединения компаний в финансовый конгломерат  
Составлено автором

К достоинствам такой организации контроля можно отнести ее простоту и прозрачность для контролирующих органов, и иных заинтересованных лиц:

структуру собственности компании всегда или почти всегда можно определить по ее публичной отчетности (в частности, согласно Акту Sarbanes-Oxley Act of 2002 по отчету об аффилированных и зависимых лицах [112]). Простота, впрочем, может оказаться обманчивой, если принимать во внимание явление перекрестного владения (double gearing) [323] что, можно иными словами определить как «за акции уплачено акциями». По мнению Г. Гарсия и Х. Праст (Garcia G. and Prast H.), такая система становится тем менее прозрачной и понятной, чем больше юридических лиц вовлечено в данную схему [186]. Для нас важным является то, что при применении подобной схемы организации контроля в рамках финансового конгломерата формируется определенная группа компаний, достаточно жестко связанных, чтобы контролировать процесс принятия решений внутри каждой из них.

Второй возможный вариант объединения в конгломерат разных финансовых институтов - система договоров. Финансовое объединение в этом случае не создает нового экономического субъекта. Вторым вариантом объединения в конгломерат разных финансовых институтов может стать система договоров. Финансовое объединение в этом случае не создает нового экономического субъекта [65, с.10-23]. Причем, по нашему мнению, этот путь наименее затратен и позволяет осуществлять контроль над той областью практической деятельности, которая представляется наиболее выгодной. Минусом подобного объединения может стать то, что оно будет скорее всего рассматриваться органами антимонопольного регулирования и надзора как потенциальная угроза конкурентному рынку. Еще одним недостатком следует признать риски отказов членов объединения от принимаемой общей стратегии. Тем не менее, такая форма организации, с нашей точки зрения, идеально вписывается в «финансовый супермаркет» [354], где общие усилия участников направлены на успешную продажу максимального количества разнообразных услуг одновременно в одном и том же месте [19, с.88-90]. Уровень контроля в данном случае минимален, но большего и не требуется, поскольку управление обеспечивается.

Договорные отношения могут также создавать проблемы для контроля со стороны как регулирующих органов, так и соратников по объединению. Ни одно из законодательств мира не предписывает раскрывать всех условий заключенных контрактов кому-либо, кроме собственников. И не случайно чистых проявлений как первого, так и второго способа организации финансового объединения, как правило, не встречается в реальности. В рамках любого финансового конгломерата существуют как отношения управления по праву собственности, так и договорные отношения [183, pp. 271–294.]. В связи с этим форма конгломерата становится достаточно размытой. Отсутствует ясность, какие компании надлежит включить в его состав, а кто должен быть признан деловым партнером и т.д.

Третий вариант объединения – смешанный, реализующий совместно первый и второй варианты объединения, т.е. вариант, реализующий как отношения управления по праву собственности, так и договорные отношения. В отличие от промышленных конгломератов, на практике оказавшихся неэффективными или малоэффективными, финансовые конгломераты имеют следующие преимущества. Они менее дистанцированы друг от друга (все работают на финансовом рынке), имеют взаимную высокую схожесть (общности) своей деятельности, используют практически один общий ресурс – финансы, движение которого внутри конгломерата характеризуется высокой оперативностью и малыми издержками. Сектора финансового рынка, на которых оперируют участники финансовых конгломератов, менее дистанцированы, чем рынки промышленных товаров, особенно в части размещения финансовых ресурсов. Несмотря на то, что участники финансового конгломерата требуют для своего функционирования один и тот же денежный ресурс – свободные кассовые остатки, – он представляется значительно менее редким и куда более доступным, чем подавляющее большинство ресурсов натуральных.

Горизонтальная интеграция внутри финансовых конгломератов стоит на несколько ступеней выше, чем в конгломератах промышленных; как отмечают



Р. Де Хаас и И. Ван Леливельд (De Haas R. T. A., Van Lelyveld I. P. P.) перемещение ресурсов внутри них куда более оперативно и сопряжено со значительно меньшими издержками, чем в отраслях производственного сектора [164, pp.1-25].

Немаловажным представляется также влияние глобализации, благодаря которой финансовые рынки утратили часть присущих им ранее барьеров и по характеристике, данной Т. В. Никитиной, стали в значительной степени гомогенными [56, С. 28-31]. Вследствие этого финансовые институты можно на сегодняшний день охарактеризовать как *born-global*, т.е. изначально способные полностью реализовать потенциал только в результате скорейшего выхода на международные или хотя бы межрегиональные рынки [284].

Данный аргумент можно рассматривать и как выгоду, и как вызов финансовым институтам, но при всех очевидных сложностях работы на мировой арене нельзя не отметить, что выход на нее открывает перед значительным количеством финансовых посредников огромные рынки привлечения и сбыта капитала [150, pp. 475–489]. Также влияние на стратегии развития конгломерата оказывает принадлежность к банковскому или страховому сектору как «коренному» бизнесу, согласно типологии финансовой конгломерации, разработанной Л. Ван ден Берг (L. Van den Berghe) и дополненной Н. П. Кузнецовой и Г. В. Черновой.

4. *Финансовые конгломераты – самостоятельная форма интеграции фирм, входящих в нее.* Финансовые конгломераты создаются в целях повышения конкурентоспособности фирм, входящих в них и принадлежащих разным секторам финансового рынка. Однако их специфика – опора на функциональное взаимодействие фирм, входящих в конгломерат и принадлежащих разным секторам финансового рынка, схожесть (общности) различных секторов финансового рынка по определенным параметрам, а также возможное объединение капитала фирм, входящих в него, обуславливают самостоятельность этой институционально-организационной

формы финансовой конвергенции – формы интеграции фирм, входящих в конгломерат.

*5. Финансовый конгломерат – это неформальное объединение компаний разных секторов финансового рынка, обладающее неустойчивой структурой и основанное на совместном владении активами участников группы или эффективном контроле над ними.*

Неформальность объединения фирм в конгломерат обусловлена следующим. Во-первых, продукты или услуги, предоставляемые конгломератом, могут быть простыми копиями продуктов или услуг, предоставляемых фирмами, входящими в конгломерат, что не требует жесткого закрепления связей этих фирм внутри конгломерата. Во-вторых, так как на первый план выходят потребители, совершающие выбор финансовой услуги, узнаваемость бренда, доступность услуги как с географических, так и с ценовых позиций, а также широта ассортимента предлагаемых услуг и их компонуемость, неформальность объединения фирм, отсутствие жестко закрепленных связей фирм внутри конгломерата позволяют гибко реагировать этим фирмам и конгломерату в целом на изменение ситуации на рынке и, тем самым, позволяют сохранить или повысить свою конкурентоспособность. Так как вхождение компаний в конгломерат идет либо через контроль этих компаний, осуществляемый на основе прав собственности, или (и) через общую связывающую компании систему договоров без создания нового экономического субъекта, форма конгломерата становится достаточно размытой, а его структура – неустойчивой. Именно поэтому возникают сложности с регулированием деятельности финансовых конгломератов как на национальном, так и межнациональном, международном уровне.

Неформальность объединения – основное отличие финансовых конгломератов от промышленных и квази-финансовых, где объединение является более тесным и позволяет получить дополнительные прибыли только от жестких формализованных связей, реализующих инновации и ноу-хау. Финансовый продукт, в отличие от классического, может быть легко

скопирован, и поэтому в таких жестких иерархичных связях нет необходимости. Ровно по этой же причине такое объединение не является устойчивым, а подвержено быстрым изменениям в составе участников в зависимости от внешней динамики рынка. Имеющееся преимущество в гибкости и скорости реакции на нужды рынка позволяет получить желаемое конкурентное преимущество в сбыте и формировании выручки.

*6. Финансовые конгломераты являются посредниками.* Известно, что в широком смысле финансовое посредничество представляет собою вид производственной деятельности, в процессе которой институциональная единица принимает обязательства на собственный счет с целью приобретения финансовых активов путем участия в финансовых операциях на рынке [30]. В узком смысле фирма-посредник выполняет чисто посредническую функцию, как правило по распространению продуктов или услуг. Поэтому вариант создания финансового конгломерата, предполагающий контроль за его активами на основе права собственности, определяет финансовый конгломерат как посредника в широком смысле, а вариант создания финансового конгломерата на договорной основе, предполагающий выполнение им в основном функций по распространению продуктов и услуг, определяет финансовый конгломерат как посредника в узком смысле.

*7. Создание финансовых конгломератов повышает риски финансовой неустойчивости и банкротства фирм, входящих в него.*

При возникновении и возможной реализации рисков (политических, инфляционных, потери доходности прибыли и т. д.), глобальные финансовые организации начинают вывод активов и, тем самым, еще более ухудшают ситуацию. В этом случае центральным банкам чрезвычайно сложно поддержать и сохранить стабильность. И хотя в целом участники объединения действуют как обособленные хозяйствующие субъекты, в кризисные периоды может возникнуть ситуация, когда по прямому указанию руководства конгломерата активы могут перемещаться от низкоэффективного участника ФК к более рентабельному бизнесу. При этом пострадавшего участника

конгломерата могут принудить к банкротству. Это объясняется тем, что помимо рисков, обусловленных деятельностью отдельной фирмы, входящей в конгломерат, в рамках финансового сектора, которому она принадлежит, любая входящая в конгломерат фирма подвержена рискам тех секторов рынка, которым принадлежат другие фирмы этого конгломерата. Помимо этого, возникают дополнительные риски, обусловленные совместной деятельностью фирм, входящих в конгломерат.

Так как создание финансовых конгломератов ведет к объединению известных рисков и появлению новых, можно наблюдать следующее. С одной стороны, создание финансового конгломерата способствует повышению конкурентоспособности фирм, входящих в них, а, с другой стороны, как показали Дж. Ф. Слджкерман, Д. Шумахер и др. (Slijkerman, J.F, Schoemaker, D. et all), оно повышает риск их неустойчивости и банкротства [294]. Данное противоречие может быть разрешено на основе разработки адекватной системы регулирования деятельности финансовых конгломератов, учитывающего это противоречие.

*8. Отсутствие должного регулирования деятельности финансовых конгломератов – регулирования, обеспечивающего их финансовую устойчивость и конкурентоспособность.*

Наличие рисков, связанных с созданием и функционированием финансовых конгломератов, выдвигает проблему оценки целесообразности создания финансового конгломерата как для самих его участников, так и для контролирующих органов. Отсутствие должного регулирования объясняется, прежде всего, тем, что, во-первых, участники конгломерата работают в разных секторах финансового рынка и подчиняются гомогенному регулированию, отвечающему соответствующему финансовому сектору. Во-вторых, отсутствие точного определения понятия «финансовый конгломерат» обуславливает нечеткость объекта и целей регулирования.

Особую сложность в оценку целесообразности отдельным участником его вхождения в конгломерат привносит неопределенность его положения и

уязвимость собственных целей в рамках конгломерата. Последнее обусловлено тем, что при наличии внешнего давления со стороны руководства конгломерата приоритет должен быть отдан задачам более высокого ранга, даже если их выполнение для отдельных участников будет невыгодным. Примером такой ситуации является перекрестное финансирование, используемое при угрозе конкурентоспособности всему объединению, при котором деятельность отдельного участника финансового конгломерата обеспечивается финансово за счет других его членов. Что касается регулирования и контроля за деятельностью конгломерата, необходимо отметить, что в настоящее время сами формы его организации непрозрачны, и содержание, структура взаимоотношений между фирмами внутри объединения для внешнего наблюдателя также явно невидны.

*9. Задача снижения рисков деятельности финансовых конгломератов, трансформирующаяся в необходимость диверсификации этих рисков, обуславливает появление новой тенденции – тенденции масштабного формирования финансовых конгломератов на межнациональном и мировом уровне. Последнее обуславливает повышение значимости финансовых конгломератов, причем не только на национальном, но и на более высоких уровнях, что обуславливает повышение роли финансовых конгломератов для всей мировой экономики.*

Проведенный анализ имеющегося мирового опыта, а также учет специфики деятельности финансового рынка позволили дать следующее определение этой категории:

**Финансовый конгломерат** – есть институционально-организационная форма интеграции входящих в него фирм из разных секторов финансового рынка, нацеленная на повышение конкурентоспособности этих фирм за счет объединения капитала и взаимопроникновения в деятельность друг друга, характеризующаяся взаимосвязью и определенной схожестью деятельности тех секторов финансового рынка, к которым они (эти фирмы) относятся.

Для целей нашего исследования выдвинем гипотезу, что финансовые конгломераты с «коренным» банковским бизнесом больше подвержены конвергенции, чем страховые, так как ее степень обусловлена уровнем развития объединения, унификацией бизнес-процессов и т. д. Эту гипотезу мы постараемся подтвердить или опровергнуть с помощью тестирования на наличие сигма-конвергенции.

Проведем обобщенный анализ деятельности финансовых конгломератов с «коренным» банковским и страховым на финансовых рынках на основе концепции сигма-конвергенции [129]. Как было показано С. А. Белозеровым и Ж. В. Писаренко [13, с.198-208], для характеристики уровня конвергенции на финансовых рынках целесообразно использовать показатель сигма-конвергенции. Динамика данного показателя указывает на уменьшение или увеличение во времени дисперсии (разброса во времени) показателей развития финансовых конгломератов по выборке в нашем случае из банковского и страхового секторов мирового финансового рынка (т. е. с «коренным» банковским или страховым бизнесом).

Как известно, наиболее часто употребительным способом анализа является расчет показателей вариации (например, дисперсии, коэффициента вариации, среднеквадратичного отклонения). Следует отметить, что для нас более подходящим является коэффициент вариации, который в отличие от показателей дисперсии или среднеквадратичного отклонения не будет зависеть от масштаба конгломерата.

Для проверки гипотезы используется формула:

$$\sigma - \text{конвергенция} = \frac{\sigma t(Y_1, \dots, Y_n)}{\text{meant}(Y_1, \dots, Y_n)} \cdot 100, \quad (2.1)$$

где  $\sigma t$  – среднеквадратичное отклонение (корень квадратный из дисперсии изучаемой случайной величины);

$Y_1, \dots, Y_n$  – показатели в анализируемых массивах (их количество равно  $n$ );

$meant (Y_1, \dots, Y_n)$  – среднее значение показателя за определенный промежуток времени.

По общему правилу чем ближе показатель сигма-конвергенции к нулю, тем выше конвергенция, так как достаточно большое значение среднеквадратического отклонения показывает большой разброс значений в представленном множестве с конкретной средней величиной множества; маленькое значение  $\sigma t$ , соответственно, показывает, что значения в множестве тесно сгруппированы вокруг среднего значения.

Для исследования конвергенции мы проанализировали некоторые исходные показатели годовой бухгалтерской финансовой консолидированной отчетности 10 крупнейших финансовых конгломератов мира за 2009–2014 гг. Выбор конгломератов осуществлялся на основе их разделения по «коренному» бизнесу – банковскому или страховому. Совместный Комитет Европейского Агентства по банковскому надзору (The Joint Committee EBA) [334] в 2014 г. идентифицировал на европейском рынке 71 финансовый конгломерат с центральным управлением в странах Евросоюза и Европейской экономической зоны (EU/EEA The European Economic Area), один австралийский финансовый конгломерат и два американских.

Так как исследование для подтверждения или опровержения выдвинутой гипотезы опирается на математические расчеты, остановимся на том, каким образом мы выбирали финансовые конгломераты и с использованием каких инструментов производились вычисления. Отбор конгломератов для анализа был полностью случайным. В итоговой совокупности оказались представлены финансовые конгломераты ведущих регионов: Азии, Европы и США. Таким образом, даже при небольшой выборке достигается адекватная поставленной задаче репрезентативность в отношении цели исследования. Все эмпирические данные для анализа взяты из открытых источников в сети интернет.

Анализ конвергенции проводился по тестированию на наличие сигма-конвергенции на основе ряда финансовых коэффициентов, отвечающих

следующим требованиям: а) универсальность, т. е. возможность их применения ко всем рассматриваемым компаниям; б) возможность расчета по общепринятому шаблону (правилу); в) доступность, т. е. наличие необходимых данных для анализа в публичной отчетности компании<sup>79</sup>.

Для доказательства наличия или отсутствия конвергенции между банковскими и страховыми конгломератами мы использовали такой финансовый коэффициент, как отношение подписанной страховой премии к активам (для удобства обозначим это отношение как  $\tilde{I}$ ).

Для вычисления финансовых коэффициентов была сформирована панель данных (panel data). Последние состоят из результатов наблюдений одних и тех же экономических единиц или объектов (индивидуумы, домашние хозяйства, фирмы, регионы, страны и т. п.), которые осуществляются в последовательные периоды времени. Таким образом, эти сведения сочетают в себе как данные пространственного типа, так и данные типа временных рядов (в каждый момент времени имеются данные пространственного типа по экономическим единицам, и для каждого объекта соответствующие ему данные образуют один или несколько временных рядов). Благодаря подобной специальной структуре панельные данные позволяют строить более гибкие и содержательные модели и получать ответы на вопросы, которые недоступны в рамках, например, моделей, основанных только на пространственных данных. В частности, возникает возможность учитывать и анализировать индивидуальные различия между экономическими единицами, чего нельзя сделать в рамках стандартных регрессионных моделей. Источником данных для нашего исследования стали официальные сайты финансовых конгломератов. В качестве инструмента вычислений было применено встроенное программное обеспечение MS Excel.

---

<sup>79</sup> Следует отметить, что для целей оценки здесь и далее не применялось дисконтирование, так как вся отчетность, использованная в качестве источника исходных данных для вычислений, составлялась по правилам бухгалтерского учета, где при сопоставлении различных временных периодов инфляция не учитывается.



Отношение подписанной страховой премии к активам ( $\tilde{I}$ ) характеризует сбытовую политику конгломерата. Учитывая специфику финансового бизнеса, можно установить, насколько сбалансированным становится расширение компании. Бесконтрольное увеличение сбыта неизбежно повышает уровень риска составляющих конгломерата, что в долгосрочной перспективе обязательно приведет к его нестабильности.

В силу специфики договора страхования и депозитного договора у компаний отсутствует возможность существенно повысить оборачиваемость активов, которые большую часть времени пребывают в связанном состоянии. Так как наиболее распространенным сроком действия договора страхования является один год, мы в рамках данной работы имеем возможность соотнести выручку с активами без внесения существенных методологических искажений. Таким образом, необходимым условием сбалансированного развития и долговременного расширения присутствия конгломерата на рынке будет выступать стабильность соотношения активов и выручки.

Источником исходных данных для показателя *подписанная страховая премия* для послужили официальные отчеты о финансовых результатах деятельности конгломератов опубликованные в сети интернет. Так как значение подписанной страховой премии отражено на начало и конец периода (в нашем случае год), то для расчетов мы используем среднее за рассматриваемый период его значение.

Динамика коэффициента  $\tilde{I}$  для страховых и банковских конгломератов показана на рис. 2.3.

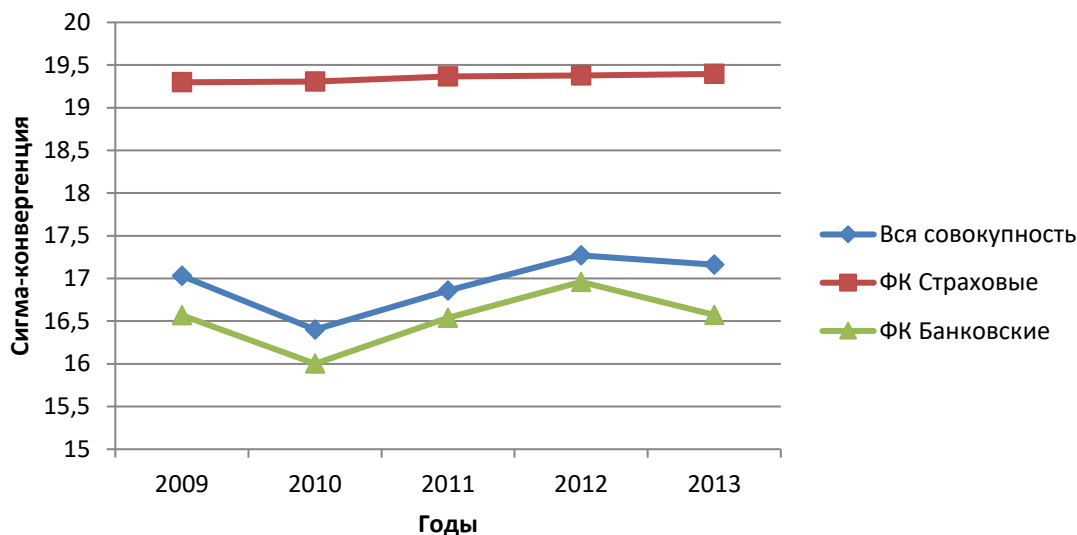


Рисунок 2.3 – Оценка параметров сигма-конвергенции финансовых конгломератов за период 2009–2013 гг.

Составлено автором

Интерпретация выявленной сигма-конвергенции может говорить об очень небольшом, но сближении бизнес-процессов всех конгломератов – как банковских, так и страховых, – универсализации методик и механизмов работы с клиентом. Также мы видим тенденцию унификации сбытовой политики страховых конгломератов на различных рынках, что положительно и для клиента в том числе. Следует, однако, отметить, что численные показатели сигма-конвергенции у банковских конгломератов ближе к нулю, что говорит о большей унификации банковских технологий продаж (показатель в 2012 г. составлял 16,9, а 2014 г. 16,5), что позволяет говорить о подтверждении нашей гипотезы.

Еще одним показателем, характеризующим финансовый конгломерат, является его готовность нести риски, которая выражается в таком показателе, как риск-аппетит. Риск-аппетит позволяет судить о готовности объединения принимать риск для достижения цели – увеличения стоимости конгломерата. В данном контексте принятый на себя риск может рассматриваться как величина риска, которая является приемлемой для конгломерата и соответствует, по мнению Совета директоров, возможности выполнять свои

обязательства. Также риск-аппетит может быть привязан к качеству предоставляемых услуг и клиентской базе компании.

Риск-аппетит является одним из приоритетных индикаторов для экономического анализа финансовых конгломератов, что было продемонстрировано в самом начале кризиса [66, с. 89-99]. Поэтому основным вопросом является набор показателей, которые необходимо проанализировать, чтобы определить склонность того или иного конгломерата к риску. Уровень принимаемого риска индивидуален для каждого экономического субъекта и зависит от множества параметров. В исключительных случаях риск может приниматься и при превышении им уровня риск-аппетита, если мероприятия, направленные на его снижение, экономически неэффективны либо несут в себе еще большие риски. В то же время недостижение уровня риск-аппетита снизу не означает отсутствия необходимости снижать риск, если это экономически эффективно или может привести к положительному эффекту.

Принимая во внимание произведенный выше анализ, можно также говорить о возможности наблюдения одного весьма интересного эффекта. Склонность конгломерата к риску можно анализировать и с использованием несколько иного инструмента – сравнения подписанной премии с собственными средствами или активами. Нельзя исключать сценария, при котором финансовые конгломераты банковского и страхового направлений могут демонстрировать противоречивые тенденции в плане готовности к риску. Мы проанализировали также склонность к риску финансовых конгломератов Великобритании (европейский рынок) и Японии (азиатский рынок) за период с 2010 по 2015 гг. (рис. 2.4).

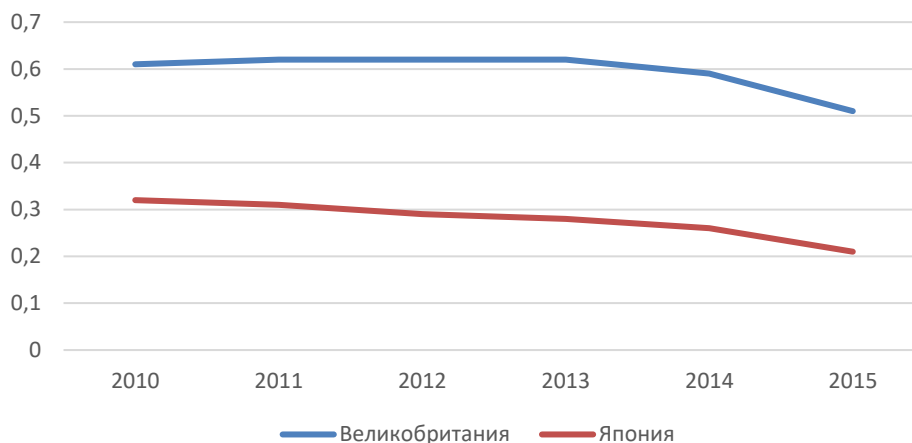


Рисунок 2.4 – Оценка параметров сигма-конвергенции финансовых конгломератов Великобритании и Японии за период 2010–2015 гг. (выручка/активы)

Составлено автором

Как видно из графика, два рынка характеризуются наличием конвергенции по данному показателю. Основными причинами данного явления являются:

- Оптимизация активов компании;
- Наличие спроса населения;
- Контроль за себестоимостью на ведение дела;
- Гибкая политика ценообразования;
- Наличие «емкого» рынка;
- Контроль над генерируемыми денежными потоками.

График показывает нам, что корпорации британского и японского финансовых рынков стараются оптимизировать свою деятельность в части генерирования выручки, чтобы показывать стабильные темпы роста выручки/прибыли даже с учетом волатильности на внутренних рынках и временной дестабилизирующей конъюнктуры рынка. В то же время склонность к риску гораздо менее выражена у японских конгломератов. Таким образом, в нашем случае в разрезе банковские / страховые финансовые конгломераты анализ сбытовой активности страховых конгломератов

демонстрирует повышенный аппетит к риску, в то время как исследование банковских объединений деятельности указывает на меньшую склонность к риску и бóльшие объемы относительно активов, что можно интерпретировать как свидетельство установления функций «финансового супермаркета» в качестве приоритетной для финансового конгломерата. Следствием этого будет вывод о том, что финансовая конвергенция воспринимается данным типом финансового института как приоритетное направление развития и в дальнейшем следует ожидать еще большего размывания границ между различными типами финансовых посредников. В данном случае рыночное присутствие и рыночная сила изолированных специализированных финансовых посредников будет сокращаться. Однако при этом нельзя предвидеть, будет ли возрастать эффективность самих финансовых конгломератов, так как они со временем станут испытывать все большее конкурентное давление, преимущественно со стороны себе подобных.

Если же данные анализа будут свидетельствовать об однонаправленном изменении аппетита к риску в рассматриваемых областях, то согласно принципу «бритвы Оккама» [310, pp. 287–288.] наиболее логичным будет предположение о том, что участники финансового конгломерата тяготеют к применению традиционных методов ведения дела, не направленных на изменение структуры бизнеса.

Не только риски могут быть стимулом для взаимодействия между банками и страховыми корпорациями в рамках конгломерата. Финансовая составляющая их взаимоотношений не менее важна. В качестве базиса для дифференциации в сфере финансовой деятельности многие исследователи выделяют в первую очередь целевые сроки проведения инвестиционных операций. Банки в рамках данной модели традиционно ассоциируются с краткосрочным горизонтом осуществления транзакций. На развивающихся рынках это особенно ярко выражено из-за высокой подвижности всех экономических процессов<sup>80</sup>. Временно свободные остатки денежных средств

---

<sup>80</sup> В РФ это следует из-за краткосрочной трактовки банковских обязательств в ГК РФ ст. 837 п.2.

на развивающихся рынках долгое время, как правило, не сохраняются, а на развитых рынках существует множество небанковских финансовых инструментов, позволяющих вложить свободные средства на длительный срок с большей доходностью.

Наиболее подходящими институтами для таких операций на финансовых рынках являются такие институциональные инвесторы, как страховые корпорации (компании) и близкие к ним по сути пенсионные фонды.<sup>81</sup>

### **2.3. Конвергенция на рынках финансовых услуг: эффекты для страхового и пенсионного сегментов мирового финансового рынка**

Одной из самых важных тенденций развития финансового рынка конца 1990-х годов стал количественный рост институциональных инвесторов. Процесс институционализации мирового финансового рынка выражается в усилении роли страховых компаний, пенсионных и взаимных фондов, инвестиционных компаний. Новые институты, например, крупнейшие пенсионные фонды, владеют серьезными активами, сравнимыми с доходами бюджетов некоторых стран, а в некоторых случаях и превосходящими эти бюджеты. В последние годы диверсификации способствует также дерегулирование банковской сферы и изменение банковского законодательства в большинстве развитых стран мира, направленное на отмену разграничения видов кредитно-финансовых учреждений в зависимости от их функций и на универсализацию их деятельности.

---

<sup>81</sup> Особенно прочно «длинные деньги» в литературе связываются со страхованием жизни, хотя не в меньшей мере они могут ассоциироваться со страхованием рисков по крупным объектам с малой частотой страховых случаев.

Параллельно с диверсификацией банковских учреждений и банковской деятельности идет процесс углубления их специализации. Он основывается на «дезинтеграции» посреднической функции банков под влиянием трех факторов: оформления долговых обязательств в виде ценных бумаг (секьюритизация), дерегламентации кредитно-финансовой сферы и индустриализации банковского сектора [274, р.161–175].

Как было уже отмечено, наиболее законченную форму стратегия диверсификации приобретает в случае создания финансовых конгломератов, развивающих три основных направления деятельности – классическое банковское посредничество, операции с ценными бумагами и страхование. Стратегию создания финансовых конгломератов используют как банки, так и страховые компании, стремящиеся увеличить свои размеры и получить таким путем возможность диверсифицировать свою деятельность.

Как отмечают Ж. В. Писаренко и Чернова Г. В., конкретное содержание финансовой конвергенции определяется уровнем экономики (национальный, межнациональный, мировой), общностью и спецификой тех секторов финансового рынка, о финансовой конвергенции которых идет речь [65, с. 10-23]. Так, финансовая конвергенция деятельности субъектов банковского и страхового секторов может проходить на национальном уровне [13, с.198-208], и, несмотря на специфику деятельности этих секторов, содержание финансовой конвергенции этих секторов в первую очередь будет определяться таким параметром их общности как «единая клиентская база». В то же время содержание финансовой конвергенции страхового и пенсионного секторов будет определяться параметрами «единая клиентская база» и «предлагаемые продукты и услуги».

Специфика деятельности различных секторов финансового рынка, вовлеченных в процесс финансовой конвергенции, а также конкретное содержание предпосылок финансовой конвергенции для них конкретизируют перечень и содержание факторов, способствующих финансовой конвергенции

этих секторов. Так, факторами, способствующими финансовой конвергенции страхового и пенсионного секторов финансового рынка, являются:

- увеличение продолжительности жизни населения в развитых и развивающихся странах, что повышает потребность в добровольном пенсионном обеспечении;
- перенесение государством управления риском бедности в старости с общественного на индивидуальный уровень, что увеличивает общий объем инвестиций, связанных с участием населения в добровольном пенсионном обеспечении и долгосрочном страховании жизни;
- изменение (рост) благосостояния населения в развитых и развивающихся странах, что расширяет возможности участия населения в добровольном пенсионном обеспечении;
- сравнительно низкий уровень инфляции, что стимулирует мелких инвесторов к инвестициям в долгосрочные схемы сбережений.

Названные факторы усиливают значимость и потребность общества в добровольном пенсионном обеспечении. М. М. Шмид и И. Вальтер (Schmid M. M., Walter I.) отмечают, что сегмент добровольного пенсионного обеспечения на финансовом рынке для капитала становится все более привлекательным [290, pp. 77-84]. Это приводит к росту конкуренции субъектов, работающих не только внутри пенсионного сектора финансового рынка, но и к межсекторной конкуренции – пенсионного и страхового секторов. Последнее объясняется тем, что страховой и пенсионный секторы очень схожи между собой по следующим параметрам. Они могут представлять схожие продукты и услуги, связанные с пенсионным обеспечением (продуктовая общность этих секторов [178]). По этой причине у них могут быть одни и те же потребители (клиентская общность), также они могут использовать практически одинаковые технологии создания, продвижения, продажи и сбыта своих продуктов и услуг (технологическая и сбытовая общность).



С точки зрения системного подхода пенсионная система как таковая является комплементарной по отношению к финансовой системе по следующим причинам:

- пенсионная система любой страны является каналом поступления денежных потоков населения (сбережений), т. е. «длинных денег»;
- институты пенсионной системы играют центральную роль в корпоративном управлении (особенно это заметно в пенсионных фондах, ориентированных на увеличение благосостояния пайщиков);
- эта система стимулирует работников инвестировать в капитал какой-либо отрасли<sup>82</sup>.

Конвергенция между пенсионным и страховым сегментами финансовых рынков происходит как со стороны пенсионных фондов, так и со стороны страховщиков. Это происходит потому, что конвергенция дает преимущества в продуктивном подходе, поскольку именно «на стыке» секторов финансового рынка появляются инновации. Пенсионные фонды как институциональные инвесторы предлагают свои услуги на пенсионном рынке, привлекая денежные средства населения на длительном временном горизонте и тем самым обеспечивая экономику надежным источником «длинных дешевых» денег. Их конкурентами в данном аспекте выступают банки, так как для типичного домохозяйства именно ставка депозита является лакмусовой бумажкой возможного дохода от вложения денежных средств. С другой стороны, страховые компании в плане накопительных продуктов страхования жизни, аннуитетного страхования и пенсионного страхования представляют собой таких же институциональных инвесторов, предлагающих клиентам как накопительный элемент, так и одновременно получение страховой защиты на весь период накопления.

---

<sup>82</sup> Например, широко известная кампания зарубежных пенсионных фондов – ответственное инвестирование только в те отрасли, которые используют энергосберегающие технологии, не портят озоновый слой и т. д. URL: <https://www.investments.hsbc.co.uk/news/insights> (дата обращения: 07.07.2016).

Согласно официальной статистике ОЭСР вложения частных вкладчиков (*private pension assets*) как в страховые, так и в пенсионные схемы значительно возросли в период с 1995 по 2014 гг. (см. рис. 2.5 А, Б).

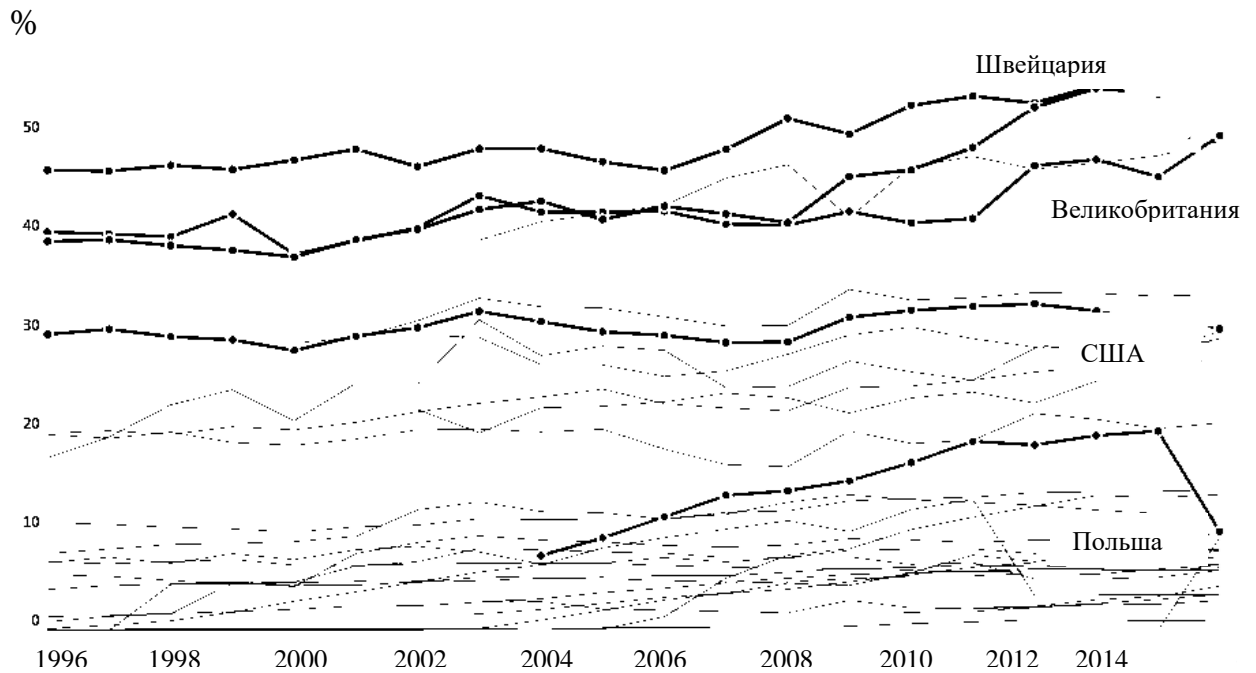


Рисунок 2.5. А – Активы домохозяйств в пенсионных схемах, в % от общих активов, 1995-2014 гг.

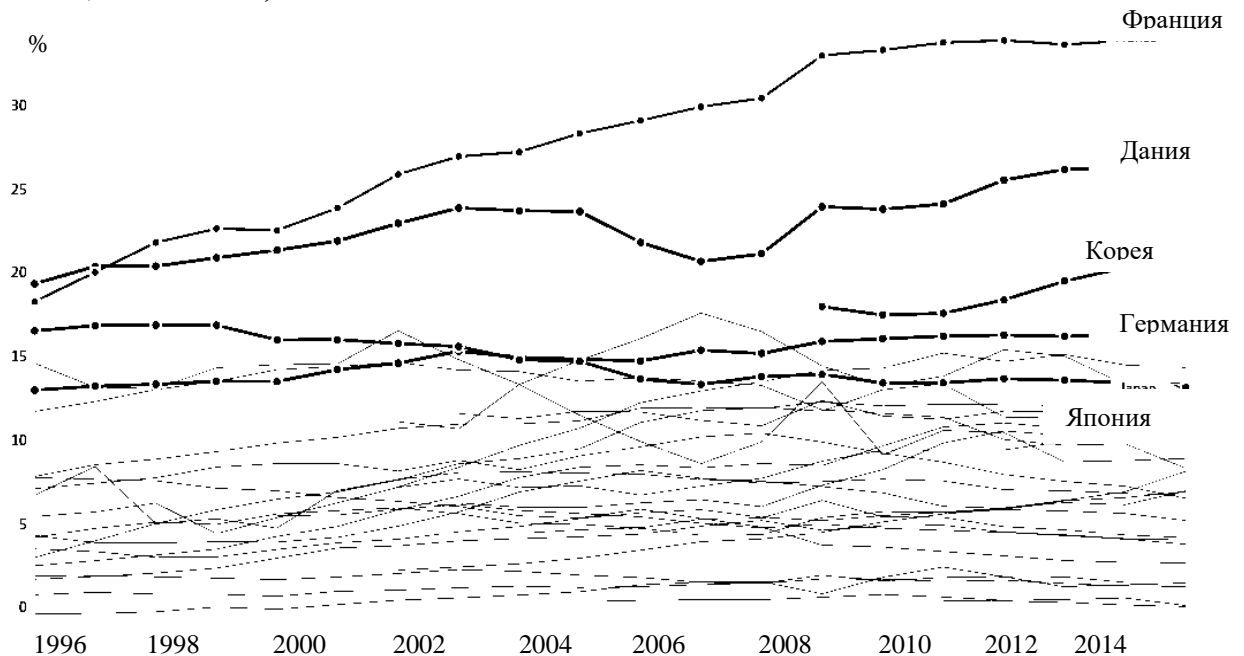


Рисунок 2.5. Б – Активы домохозяйств в страховых резервах компаний по страхованию жизни, в % от общих активов, 1995-2014 гг.

Составлено по: OECD (2016), Household financial assets (indicator). doi: 10.1787/7519b9dc-en (Accessed on 16 November 2016).

Напомним, что финансовые активы домохозяйств включают: валюту и депозиты в банках; ценные бумаги, кроме акций; займы; акции и другой акционерный капитал; страховые резервы по полисам страхования жизни; чистую стоимость средств домашних хозяйств в пенсионных фондах; предоплату страховых премий и резервы неурегулированных убытков.

На фоне общего роста активов домохозяйств мы видим, что в пенсионных схемах в некоторых странах находится более 50 % всех активов домохозяйств (Абсолютными лидерами являются Австралия и Швейцария, где в 2014 г. пенсионные активы приближались к отметке 60 %, в Великобритании - 54 %. Отметим Польшу, где правительство в 2013 г. коренным образом сменило курс развития накопительной пенсионной системы, практически отказавшись от нее, что и демонстрирует рисунок.

Активы домохозяйств в страховых продуктах по страхованию жизни преобладают во Франции, Дании, Японии. Это связано с особенностями конструкций пенсионных систем данных стран.

При этом распределение по типу финансирования практически не изменилось: в среднем более 82% пенсионных активов стран, включенных в наблюдения, формируется через пенсионные фонды, тогда как через страховые компании (в среднем по странам) – около 35%. (см. рис).

Хотя пенсионные фонды пока остаются основными управляющими пенсионных активов практически во всех странах мира, распределение по типу финансирования сдвинулось в сторону страховщиков.

Однако страховые продукты пенсионного страхования занимают существенную долю в частных пенсионных активах таких стран, как Дания (61,5% в 2006 и 62,4% в 2012 г.), Франция (83,6% и 97,1% соответственно), Швеция (78% и 81,5%), Корея (44,8% и 68,2%). Проникновение страховщиков на пенсионные рынки происходит достаточно высокими темпами; появляются страны, где темпы прироста достигают почти 300%. Сильная позиция страховщиков на пенсионном сегменте особенно видна в Дании, Франции, Южной Корее и Швеции (рис.2.6).

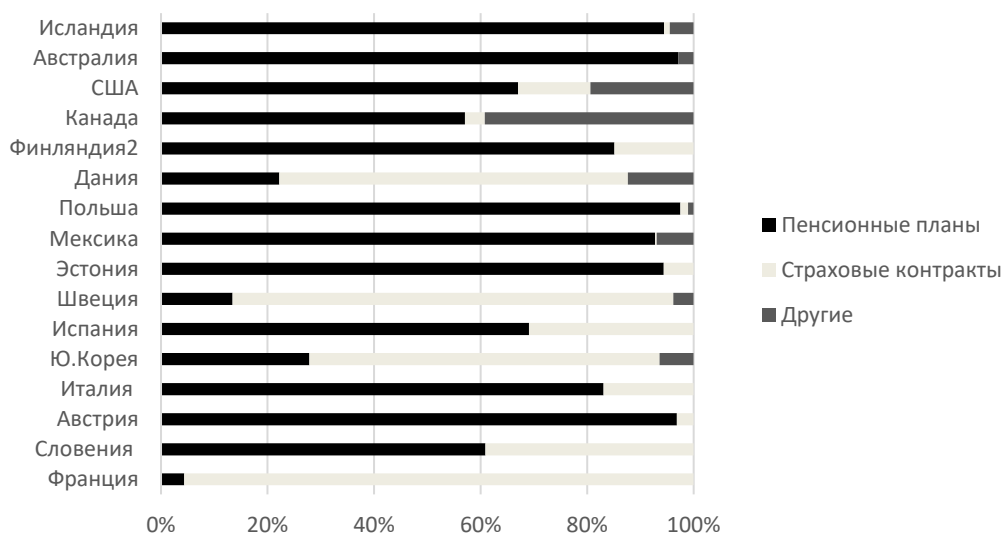


Рисунок 2.6 – Пенсионные активы в разрезе источников финансирования в 2007 и 2014 гг., млрд долл.

Составлено по: IAPF Pension Investment Survey, OECD Global Pension Statistics, 2013.

Это обусловлено, прежде всего, особенностями регулирования страхового и пенсионного сегментов финансового рынка в этих странах, а именно отсутствием альтернативных решений в момент: 1) принятия решения работником (потребителем данной финансовой услуги) в пользу того или иного финансового плана в начале трудового пути и 2) выбора вариантов выплаты пенсии после ухода на заслуженный отдых.

И все же пенсионные фонды пока остаются основными управляющими пенсионных активов практически во всех странах мира. С 1999 г. по 2009 г. рост активов пенсионных фондов составил в среднем около 43%, а с 2009 г. еще ускорился, а общий объем превысил 23 трлн долл., что в среднем составляет около 70% от суммарного ВВП стран ОЭСР. На рис. 2.7 показано изменение соотношения общих активов пенсионных фондов и страховых корпораций с 2001 по 2014 гг.

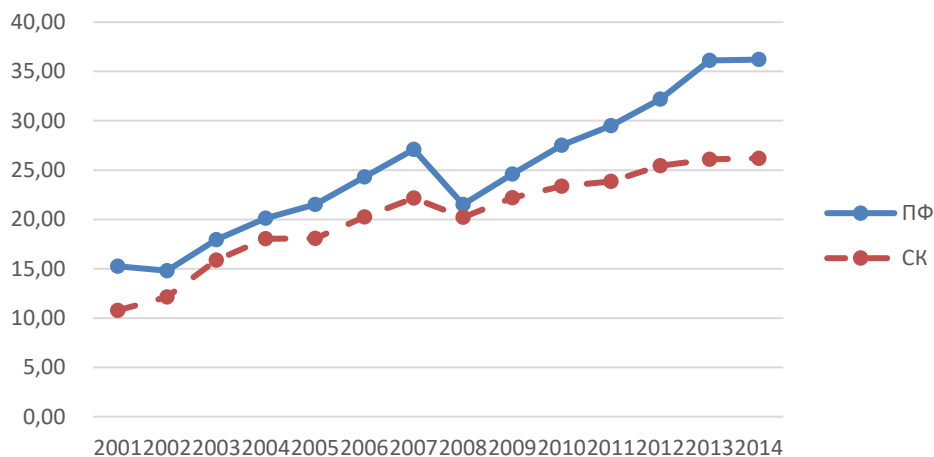


Рисунок 2.7 – Динамика роста активов пенсионных фондов и страховых компаний в странах ОЭСР, 2001–2014 гг., трлн долл.

Составлено по: URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=42413#> (дата обращения: 14.06.2016).

Дополнительным фактором является и требование обязательного пенсионного страхования в этих государствах (согласно классификации МВФ – это второй уровень пенсионного обеспечения). Например, в Дании и Швеции дополнительные государственные пенсионные схемы имеют много ограничений. В обеих странах действуют хорошо развитые пенсионные системы, включающие в себя все имеющиеся на сегодняшний момент уровни пенсионного обеспечения, в том числе так называемый «нулевой уровень» (выплату по достижении определенного возраста социальной пенсии, необходимой для обеспечения самых бедных и незащищенных слоев населения). Взносов по таким схемам обычно не предусмотрено, а размер выплат устанавливается государством (например, прожиточный минимум для пенсионера). Данный уровень представляет собой минимальную защиту пожилого населения, которая предоставляет некоторый минимум средств, но не обуславливает это продолжительностью трудового стажа или периода уплаты страховых взносов в бюджет пенсионной системы. Однако уровень выплат сильно варьируется от страны к стране. Отметим также, что только в Швеции имеются схемы, основанные на системе взимания взносов, базирующейся на размере зарплаты схемы. В Дании и Швеции также

существуют дополнительные обязательные государственные пенсионные планы, например схемы The Labor Market Supplementary Pension (Arbejdsmarkedets Tillaegspension, ATP) в Дании и The Premium Pension Authority (Premiumpensionsmyndigheten, PPM) в Швеции, работающие наряду с частными корпоративными пенсионными фондами. Все четыре вышеперечисленные страны имеют добровольный третий уровень пенсионного обеспечения для увеличения размера пенсии наемных работников, а также и для самозанятого населения.

Стоит обратить особое внимание на Францию (см. рис. 2.8), где больше 97% пенсионных активов инвестируются через страховой рынок, а активы частных пенсионных фондов составляют всего лишь около 0,3% от ВВП страны. Это обусловлено, во-первых, высоким коэффициентом замещения из обязательной государственной пенсионной системы, которая обеспечивает его на уровне 49,1%, во-вторых, ведущей ролью долгосрочного накопительного страхования во Франции [342].

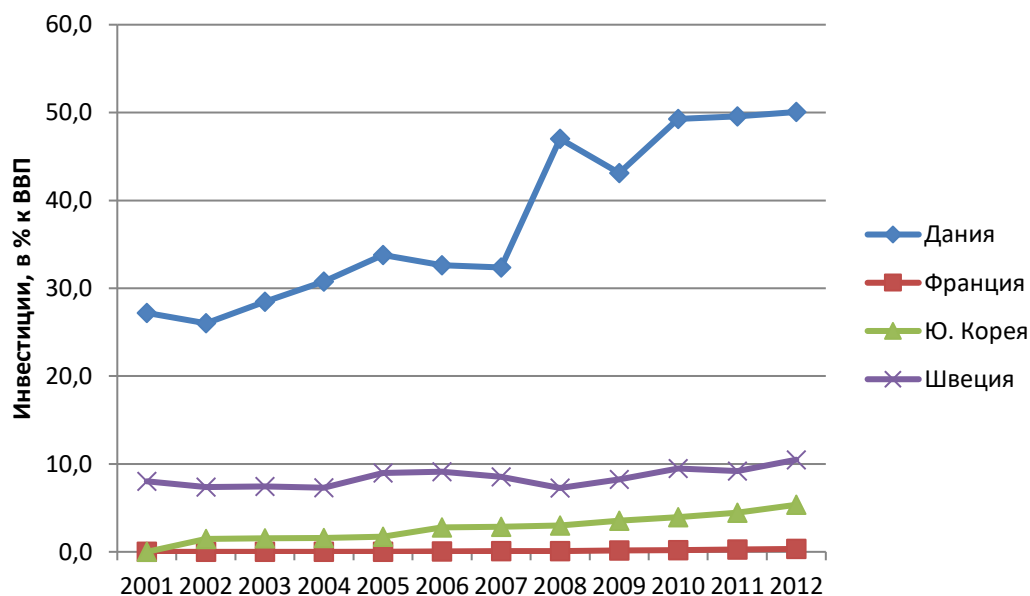


Рисунок 2.8 – Инвестиции пенсионных фондов Дании, Франции, Южной Кореи, Швеции (в % к ВВП) в 2001– 2012 гг.

Составлено по: IAPF Pension Investment Survey, OECD. Global Pension Statistics, 2013. URL: <http://www.oecd.org>

Кто в данном контексте больше выиграет или, кто, наоборот, находится под угрозой дополнительных рисков? И у страховой компании, и у

пенсионного фонда есть свои преимущества в борьбе за «пенсионные деньги клиентов» (см. табл. 2.1).

Таблица 2.1 – Сравнение страховых компаний и пенсионных фондов

Показатель	Страховые компании по страхованию жизни	Частные пенсионные фонды (некоммерческие организации)
Корпоративный налог на прибыль	Есть	Нет
Стоимость продукта	Включает прибыль	Не включает прибыли
Маржа платежеспособности	Есть	Нет
Маркетинг	Прибыль для собственников	Прибыль для клиентов

Составлено автором

Во-первых, пенсионные фонды в большинстве стран мира в отличие от страховщиков не платят корпоративный налог на прибыль из-за организационно-правовой формы некоммерческой организации, во-вторых, они обязаны включать в стоимость страхового продукта определенный процент прибыльности (так как их организационно-правовая форма подразумевает это), в то время как пенсионные фонды не имеют целью получать прибыль; в-третьих, пенсионные фонды не имеют требований регулятора к марже платежеспособности; в-четвертых, издержки на привлечение клиентов у страховщиков выше, так как в большинстве своем пенсионные фонды используют обязательность пенсионных схем как дополнительное конкурентное преимущество; в-пятых, у пенсионных фондов имеется маркетинговое преимущество, поскольку они позиционируются как «накопители» прибыли для клиентов, тогда как у страховщиков она достается собственникам.

На долю страховых компаний и пенсионных фондов приходятся значительные объемы активов на финансовом рынке Еврозоны [305]. Небанковские финансовые посредники значительно увеличили свое влияние за последние 15 лет. Сегодня даже статистическая информация в ЕС по направлению анализа «пенсионных денег» представлена под рубрикой ICPF

(страховые компании + пенсионные фонды). Активы ICPF в 2014 г. составили более 12% от всего финансового рынка еврозоны. Например, во владении страховщиков и пенсионных фондов сосредоточено 18% долговых государственных бумаг, 28% акций взаимных инвестиционных фондов. Наряду с активным процессом инвестирования в экономику большую роль играют и их обязательства этих посредников – важный компонент благосостояния домохозяйств Европы (на его долю более 30% накоплений этих домохозяйств). Такие показатели сравнимы разве что с депозитами, т. е. они активно конкурируют с традиционными банками за сбережения населения [320].

С точки зрения финансовой стабильности ICPF имеют меньший уровень риска ликвидности из-за долгосрочности схем и особенностей конструкции договоров. В то же время в условиях снижения стоимости активов недофинансирование ICPF может сказаться на реальной экономике негативным образом. Это же актуально и по отношению к низкой процентной ставке в долгосрочной перспективе, так как она принимается к дисконтированию будущих обязательств. Дополнительным источником риска является риск системный из-за все увеличивающегося взаимопроникновения финансовых рынков и финансовых посредников, а также особой роли перестрахования [216]. В итоге по мере развития процессов финансовой конвергенции наряду со страховыми корпорациями и банками появляются и другие ее лидеры, и участники – страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды и т. д. Это реализуется в виде особой институционально-организационной формы финансовой конвергенции – финансовом конгломерате, который ныне существует во множестве разнообразных функциональных структур.



### 2.3.1 Эмпирический анализ финансовой конвергенции страховых корпораций и пенсионных фондов на финансовых рынках мира

Как было показано, оперируя на глобальном рынке, для снижения рисков деятельности и повышения собственной конкурентоспособности у субъектов разных секторов финансового рынка возникает необходимость поиска таких механизмов конкурентной борьбы, которые учитывали бы не только специфику, но и схожесть, близость функционирования (например, клиентская база, рынки сбыта и т.д.) соответствующих секторов финансового рынка. Таким механизмом становится финансовая конвергенция, отличительной особенностью которой является влияние на *одновременное* повышение конкурентоспособности субъектов из разных секторов финансового рынка. Поэтому сегодня практически все крупнейшие страховые корпорации и автономные пенсионные фонды входят в сложные глобальные неформальные финансовые структуры – финансовые конгломераты, а важнейшей тенденцией на глобальном мировом финансовом рынке является финансовая конвергенция, то есть взаимопроникновение страхового и пенсионного секторов финансового рынка. В данном пункте мы проведем эмпирический анализ финансовой конвергенции (на основе уже рассмотренной нами ранее методики сигма-конвергенции) страховых корпораций и пенсионных фондов, которые, по выдвигаемой автором гипотезе, являясь крупными международными институциональными инвесторами, независимо от страны происхождения из-за влияния внешних факторов должны демонстрировать конвергенцию по некоторым базовым показателям деятельности.

Выбор регионов и стран для исследования обусловлен их ролью на мировом финансовом рынке. Американский и европейский финансовые рынки являются мировыми лидерами; Китай в 2014 г. [192] впервые опередил Японию по совокупным финансовым активам, при этом активы китайских пенсионных фондов и страховых компаний росли максимальными темпами по

сравнению с двумя остальными важнейшими финансовыми инструментами: банковскими депозитами и ценными бумагами. Также во всех выбранных регионах проводятся пенсионные реформы, демонстрирующие тенденцию перенесения управления риском бедности в старости с общественного на индивидуальный уровень.

Для целей анализа было выбрано 14 американских<sup>83</sup> пенсионных фондов (ПФ) и страховых корпораций (СК) по страхованию жизни, 14 европейских<sup>84</sup> и 14 китайских<sup>85</sup>. Итого в выборку вошло 21 страховая корпорация и 21 пенсионный фонд. Мы проанализировали первичную информацию, полученную из годовых финансовых отчетов исследуемых экономических субъектов за 2011-2015 гг., представленных на официальных сайтах компаний. Критерии отбора – наличие отчетности в открытом доступе и известность организации.

Страхование жизни и пенсионные программы представляют собой особые схемы долгосрочных сбережений населения, а согласно СНС страховые премии, уплачиваемые домашними хозяйствами пенсионным фондам и страховым корпорациям, рассматриваются как «использование сбережений на приобретение финансового актива».

На американском рынке лидером в 2015 г. по величине активов являлась страховая корпорация по страхованию жизни MetLife (608,35 млрд долл, второе место занимала Prudential Financial (551, 62 млрд долл), Manulife Financial (272,11 млрд долл). Американские корпорации 2014 г. стали безусловными лидерами и по объему подписанной страховой премии, которая

---

<sup>83</sup> Пенсионных фондов и Страховых корпораций Federal Retirement Thrift, California Public Employees' Retirement Fund, California State Teachers, New York State Common Retirement Fund, New York City Employees' Retirement System, Florida Retirement System, Teacher Retirement System of Texas; MetLife, Northwestern Mutual, New York life, Prudential Financial, Lincoln National Corporation, MassMutual, Transamerica.

<sup>84</sup> Страховых корпораций (Swiss Life Group, Aviva, Aegon, Zurich Insurance Group, Mapfre, Generali Group) и пенсионных фондов (Industriens Pension, B P, Novartis Pension Funds, Keva, Migros-Genossenschafts-Bund).

<sup>85</sup> China Life Insurance, Ping An life insurance company of China, New China Life insurance company, China Pacific insurance, PICC Life insurance company, Taikang Life insurance, Taiping Life insurance, AnBang Life insurance, Funde Sino Life insurance, China Post Life insurance; China Life Pension, Ping An Pension, Taiping Pension, Changjiang Pension (China pacific).

в США составила 528,22 млрд долл., в то время как китайские компании собрали лишь 177 млрд долл. В то же время по темпам роста (16,6 %) активов институциональных инвесторов в лице пенсионных фондов и страховых корпораций в 2014-2015 гг. стал азиатский регион. Основным драйвером роста был китайский финансовый рынок, где рост инвестиций в ценные бумаги составил 27%.

Наряду с активным процессом инвестирования в экономику большую роль играют *и их обязательства* – важный компонент благосостояния домохозяйств (на их долю приходится более 30% накоплений домохозяйств). Такие показатели сравнимы разве что с депозитами, т. е. пенсионные фонды и страховые корпорации активно конкурируют с традиционными банками за сбережения населения (рис. 2.8).

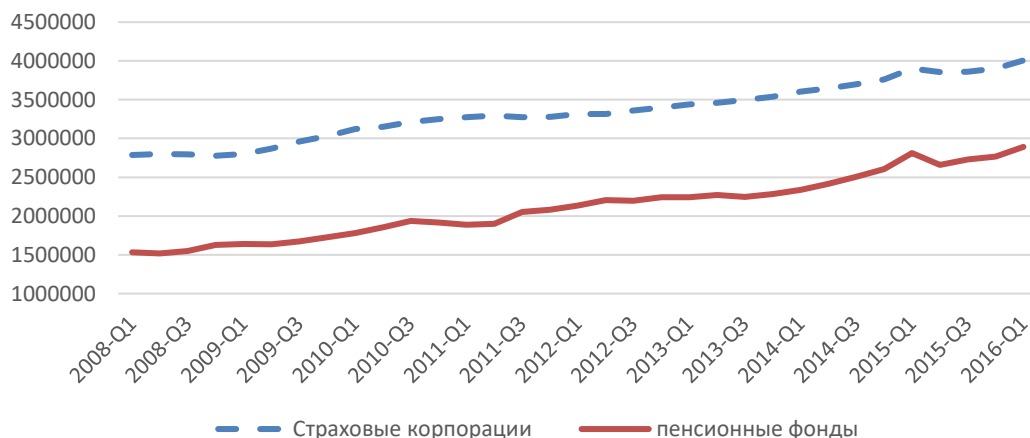


Рисунок 2.8 – Динамика резервов страховых компаний по страхованию жизни и пенсионных фондов, евро, 2008-2016 гг.

Составлено по данным: Европейского Центрального банка <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484304> (дата обращения 22.11.2016) [364]

Резервы СК и ПФ имеют двойственную природу. Страховые резервы отражаются в пассиве бухгалтерского баланса страховой организации и с точки зрения бухгалтерского учета являются пассивами, резервы не являются доходами страховщика и представляют собой временно свободные специальные оборотные страховые средства. Для страховщика они нужны для осуществления страховых выплат по текущим обязательствам страховой компании. Пенсионные фонды также создают резервы. Резервы пенсионных

фондов (называемые также технические резервы) создаются для выполнения фондом обязательств по пенсионному обеспечению (пенсионным выплатам клиентам). Резервы формируются из поступлений на пенсионные счета клиентов<sup>86</sup>. Как для страховых, так и для пенсионных резервов, установлен жесткий режим: они могут быть использованы только на выплаты страхового возмещения и страховой суммы, индексации пенсионных счетов, безусловных выплат клиентам, подлежат обязательному инвестированию в строгом соответствии с указаниями с органами страхового надзора страны. Активы, покрывающие резервы, должны удовлетворять условиям диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности.

Отметим, что доля резервов в активах характеризует отношение каждой компании к принятию рисков по страховым портфелям на собственный капитал, что в современных условиях приобретает особое значение.

Коэффициент: *Технические Резервы (ТР) к Активам*.

Данный показатель вычисляется по формуле:

$$\text{Доля Р в активах} = \text{Резервы/Активы (2.2)}$$

Чем больше численное значение коэффициента и его рост в динамике, тем выше финансовая устойчивость страховщика и пенсионного фонда в части обеспечения страховой защиты. Для целей нашего исследования мы рассчитали сначала значение показателя отношения *резервов к активам (2)* для каждой компании из нашей выборки за период с 2011 по 2015 гг., затем для большей наглядности мы рассчитали сигма конвергенцию (1) отдельно для

- 1) страховых корпораций,
- 2) пенсионных фондов по каждому региону (стране).
- 3) Затем протестировали на наличие конвергенции всю совокупность.

Динамика коэффициента сигма конвергенции ПФ показана на рис. 2.9.

---

<sup>86</sup> Обратим внимание, что в РФ понятие резервов негосударственных пенсионных фондов более размыто из-за существующей обязательной государственной накопительной составляющей пенсионного обеспечения.

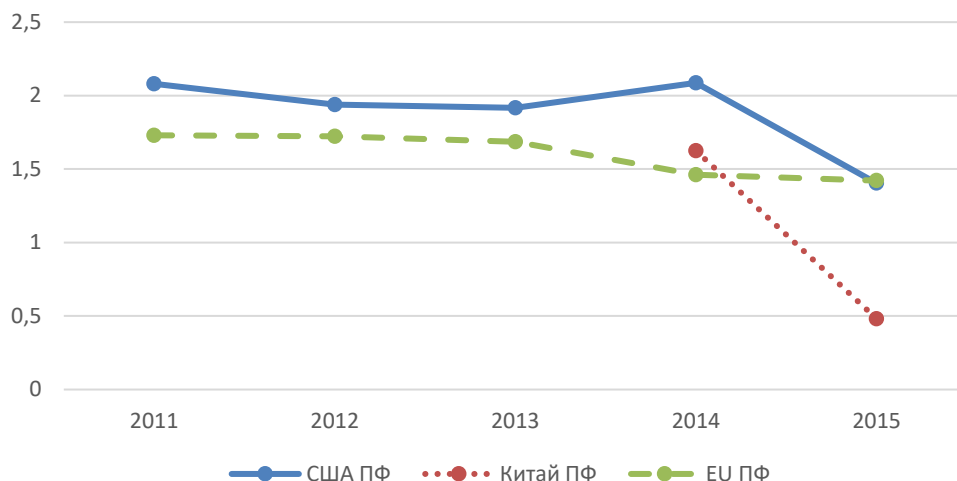


Рисунок 2.9 – Оценка параметров сигма-конвергенции пенсионных фондов США, Китая, ЕС за период 2001–2015 гг. Отношение Резервов к Активам.

Составлено автором

При исследовании деятельности пенсионных фондов США, Китая и ЕС по показателю резервы/активы мы зафиксировали тенденцию к конвергенции. Одним из факторов этого стал процесс трансформации фондами пенсионных программ, основанных на определенных выплатах (DB), на программы, основанные на определенных взносах (DC). Это осуществляется для дополнительного покрытия инвестиционного риска в условиях неустойчивости финансовых рынков. Регуляторы, в свою очередь, проводят пенсионные реформы, которые также переносят риски на индивидуальный уровень [62].

Наиболее равномерно развитым и, соответственно, конвергированным, является европейский рынок (см. рис. 2.10). В общем виде четко прослеживается конвергенция (то есть сближение) в динамике исследуемого показателя китайского и европейского рынков. Американский страховой рынок демонстрирует небольшую дивергенцию.

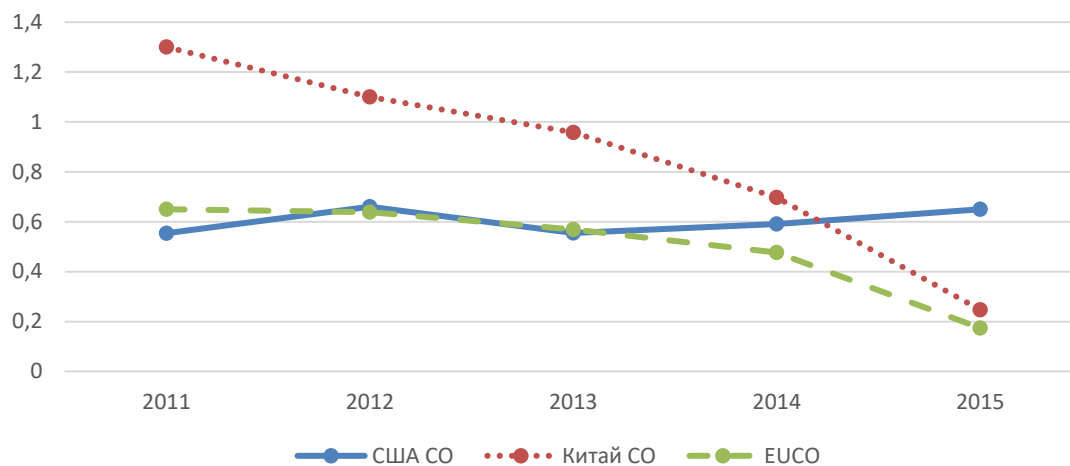


Рисунок 2.10 – Оценка параметров сигма-конвергенции страховых корпораций США, Китая, ЕС за период 2011–2015 гг. Отношение Резервов к Активам. Составлено автором.

*Гипотеза подтверждена частично.* Наиболее конвергированным, то есть наиболее равномерным с точки зрения разброса показателей страховых корпораций резервы/активы является страховой рынок Евросоюза, что говорит о приверженности каждой компании соблюдать не просто требуемые нормы резервирования обязательств, но и придерживаться консервативной стратегии по принятию больших рисков на себя. Страховые портфели европейских компаний оптимизированы и зависят не только от сегмента работы компании, но и от структуры страховых выплат по каждому виду страхования, заставляющих компанию пересматривать страховой портфель в пользу более спокойных и менее рискованных сегментов рынка страхования жизни.

На последнем этапе мы проанализировали наличие конвергенции между пенсионными и страховыми рынками регионов (рис. 2.11). Межсегментная конвергенция также демонстрирует тенденцию к сближению показателей деятельности ПФ и СК в США, Европе и Китае. Этому способствуют и регуляторы, проводящие политику унификации требований к резервам данных институтов. Наиболее явно проявляется данная тенденция в Китае, что говорит о формировании страхового и пенсионного сегментов финансового рынка данной страны с учетом имеющегося мирового опыта, это фактически

подтверждают и данные самого китайского регулятора.

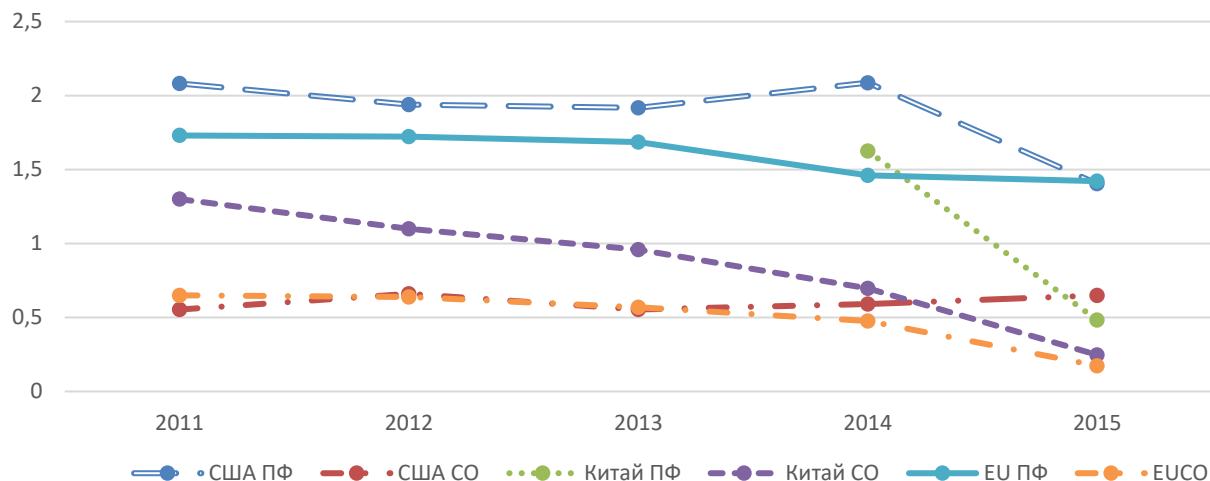


Рисунок 2.11 – Оценка параметров сигма-конвергенции страховых корпораций и пенсионных фондов США, Китая, ЕС за период 2011–2015 гг. Отношение Резервов к Активам.

Составлено автором.

С учетом общемировой значимости экономики Китая эту тенденцию следует изучать более глубоко. *Гипотеза подтверждена.*

Согласно проведенным расчетам наиболее равномерными рынками являются страховые рынки, пенсионные рынки менее конвергированы. Но проводимые всеми исследуемыми странами и регионами пенсионные реформы, по-видимому, приведут к еще большей конвергенции между страховыми и пенсионными рынками, так как существующая тенденция переноса рисков старости с государственного на индивидуальный уровни предполагает дальнейшее развитие пенсионных и страховых программ, позволяющих обеспечить примелемый доход с наступлением пенсионного возраста.

Конвергенция на страховых рынках выражена более явственно, так как страховые портфели страховых компаний по страхованию жизни более оптимизированы и зависят не только от сегмента работы компании, но и от структуры страховых выплат по каждому виду страхования, заставляющих компанию пересматривать страховой портфель в пользу более спокойных и

менее рискованных сегментов рынка страхования жизни.

Полученные результаты могут стать еще одним шагом к пониманию процессов конвергенции, являющихся объективной траекторией развития современного мирового финансового рынка. Согласно проведенным расчетам наиболее равномерными сегментами финансовых рынков являются страховые рынки, пенсионные менее конвергированы. Но проводимые всеми исследуемыми странами и регионами пенсионные реформы, по-видимому, приведут к еще большей конвергенции между страховыми и пенсионными рынками, так как существующая тенденция трансфера рисков старости с государственного на индивидуальный уровни предполагает дальнейшее развитие пенсионных и страховых программ, позволяющих обеспечить приемлемый доход с наступлением пенсионного возраста. Тем самым увеличивается конкуренция между субъектами разных секторов финансового рынка, предоставляющих по сути сходные услуги.

#### **2.4 Рынок страхования России в контексте перспектив развития финансовой конвергенции**

Как было отмечено, на рубеже XX-XXI вв. произошла модификация процессов конвергенции, изменился их практический и теоретико-методологический смысл, они приняли новые масштабы под влиянием глобализации, развития научно-технического прогресса и информационных технологий, появления новых катастрофических рисков и высокой подверженности этим рискам крупных материальных ценностей, расположенных по всему миру. Тем самым еще более усилилась актуальность исследования конвергенции на финансовых рынках.



Страховой сектор финансового рынка всегда отличался высокой степенью контроля и надзора из-за его большой социальной значимости [1; 2], а конвергенция на страховых рынках была относительно слабой из-за воздействия ряда факторов: информационной непрозрачности страховых рынков, информационной асимметрии между покупателями и продавцами страховых услуг, высоких транзакционных издержек. Открытым остается вопрос о наличии и степени конвергенции внутри самого страхового сектора. Особое значение этот вопрос приобретает для России, где страховой рынок отражает все сложности современного этапа развития как собственно финансовой системы, так и всей экономики в целом:

1) рост объема страховых премий и страховых выплат, который во многом определяется ростом стоимостных показателей, то есть инфляцией. За десятилетие совокупный объем собранных страховых премий вырос более чем в 2,6 раза, а страховые выплаты увеличились в почти в 3,2 раза;

2) практически отсутствие страхования жизни как одного из основных источников внутренних инвестиций (по данным международной консалтинговой и перестраховочной компании SwissRe доля премии по страхованию жизни в общем объеме собранной страховой премии в 2013 году в РФ была меньше 1 %, тогда как в развитых странах этот показатель составил более 80%) из-за падения доходов населения, недоверия населения к институту страхования как к инструменту управления рисками, низкой финансовой грамотности;

3) преобладание в собранной страховой премии обязательных видов страхования (и постоянное увеличение доли последних) из-за общей ограниченности платежеспособности потенциальных страхователей. Фактором развития страхового рынка в стране становится не удовлетворение добровольной страховой потребности бизнеса и населения, а принудительное потребление страховых услуг. Хотя сочетание обязательных и добровольных видов страхования характерно для развитых рынков, однако добровольное страхование чаще превалирует над обязательным. Если в 2005 г. доля

обязательного страхования (включая так называемое «вмененное») составляла 40,7%, то в 2013 г. с учетом доли вмененного страхования оценивалась уже в 56,1 % [37; 68, с. 140-146];

4) концентрация страхового рынка за счет сокращения числа страховых организаций. Число страховых компаний на российском рынке, начиная с 2003 года, постоянно сокращается: в 2002 г. на страховом рынке России работали 1408 страховых компаний, в 2003 г. – 1397, в 2009 г. – 702, в 2012 г. – 469, в 2015 г. – лишь 336 страховщиков. Неоднократное ужесточение требований к величине уставного капитала и увеличение уровня концентрации взносов крупнейшими страховыми организациями, переход ряда региональных страховщиков на положение филиалов компаний федерального уровня, присоединения мелких страховщиков к крупным, создания страховых групп объясняет отрицательную динамику общего числа страховых компаний на российском рынке;

5) низкие качественные характеристики развития рынка при относительно высоких количественных показателях. По данным международной консалтинговой и перестраховочной компании SwissRe в 2013 г. совокупные страховые взносы по отношению к ВВП (проникновение страхования) в России составляли 2,9%, это 53 место в мире. Рядом в рейтинге находятся такие страны, как Венгрия, Греция, Хорватия. Взносы на душу населения в России – в 2013 г. составили 302,9 долл., из них лишь 8,3 долл. по страхованию жизни. В среднем по региону Европа этот показатель в 2012 г. составил 1873 долл., из них более 55% составили взносы по страхованию жизни. Страны БРИКС также имеют лучшие показатели, чем Россия, Китай занимает 44 место, имея долю страхового бизнеса в ВВП 3,04%, а Индия – 34 место, с 4,23 % в ВВП. Российский страховой рынок по своим качественным характеристикам уступает не только развитым европейским странам и США, но и остальным странам БРИКС и государствам Центральной и Восточной Европы [190].

Таким образом, в контексте специфики страхового рынка России и анализа сигма конвергенции, целесообразно проанализировать существует ли уменьшение во времени разброса между показателями деятельности (конвергенция) региональных страховых организаций и организаций федерального масштаба РФ, то есть перед нами стоит задача протестировать выбранную совокупность компаний на наличие конвергенции.

Показатели развития столичных страховых организаций (в нашем понимании это страховщики «федерального значения», имеющих центр управления в г. Москва) – уровень доходов, рост активов, динамика подписанной страховой премии и т.д. – быстро увеличиваются, и они более подвержены конвергенции, чем региональные страховщики, для которых, кроме того, характерны процессы дивергенции – увеличение разрыва и удаления по этим показателям региональных компаний периферии от страховых организаций центра. Столичные регионы России продолжают концентрировать финансовый и человеческий капитал, вытягивая из депрессивных регионов России капитал и привлекая молодые, активные, квалифицированные кадры. В сочетании с повышением регулятивных требований к страховщикам, эти явления являются дополнительным фактором быстрого развития финансового сектора в центре по сравнению с периферией. Эти соображения и выдвинутая задача исследования российского страхового рынка определяют следующую гипотезу. Страховые организации РФ федерального значения отличаются более высоким уровнем развития и степенью конвергенции, чем региональные страховщики, которые не только имеют относительно низкие показатели, но и имеют тенденцию к дивергенции. Выдвинутую гипотезу мы протестировали на наличие сигма-конвергенции. Для характеристики уровня конвергенции страхового рынка мы продолжим использовать единую методику сигма конвергенции (см. выше).

Для исследования конвергенции на страховом рынке России мы проанализировали некоторые исходные показатели годовой бухгалтерской финансовой отчетности 13 российских страховых организаций (каждая

компания представляет отдельный регион) за 2006-2014 гг. (Табл. 2.2). Выбор страховых организаций осуществлялся из реестра страховых компаний РФ по состоянию на 31.12 2013 г. [25].

Таблица 2.2 – Перечень страховых компаний для исследования и их региональная принадлежность

№ п/п	Регион Российской Федерации	Наименование компании
1	Воронежская область	ЗАО «Страховая бизнес группа»
3	Красноярский край	Красноярский край ООО «СК Сибирский Дом Страхование»
2	Липецкая область	ООО «Липецкое страховое общество «Шанс»
8	Республика САХА	ОАО «Региональная СК «Стерх»
5	Ростовская область	СКЖ ОСАО «Литер-Полис»
6	Санкт-Петербург	ЗАО «Страховая компания АВЕСТА»
7	Ставропольский край	ОАО «СК АВИСТА-ГАРАНТ»
4	Татарстан	ОАО «Национальная страховая компания ТАТАРСТАН»
9	Москва	ОАО «АльфаСтрахование»
10	Москва	ЗАО СК Гефест
11	Москва	ООО «СК «Согласие»
12	Москва	ЗАО «СГ УралСиб»
13	Москва	«СОАО ВСК»

Отбор страховых компаний для анализа был полностью случайным. Для целей исследования были отобраны страховые организации «федерального» и «регионального» уровней. Страховые компании, участвующие в исследовании, были отобраны независимо от приоритетного направления ведения дела. Таким образом, даже при небольшой выборке достигается адекватная поставленной задаче репрезентативность в отношении цели исследования. Стоит отметить, что по некоторым компаниям регионального уровня не удалось получить необходимую информацию или у компании вообще отсутствовал сайт. С учетом особенностей развития российского страхового рынка в нашу выборку также не попадали компании,

занимающиеся исключительно медицинским страхованием. На последнем этапе отбора из исследуемой выборки устранялись компании, не предоставившие в публичный доступ необходимую информацию в форме публичной отчетности. В итоговой совокупности оказались представлены страховые компании всех основных регионов России: как центральных, так и периферийных, как более развитых, так и отстающих. Эмпирические данные подтверждают, что данные финансового анализа деятельности страховых компаний позволяют предполагать будущие возможные доходы, особенно на долгосрочном временном горизонте. Как показывает практика, данные финансового анализа для страховщика очень важны, а финансовая устойчивость страховой организации становится вопросом ее выживания, так как в сегодняшних условиях кризиса и нестабильного рынка очень велика вероятность банкротства [70, с. 621-627; 71]. В таких условиях существенно возрастает значение анализа финансового состояния страховых организаций и прежде всего той его части, которая основывается на данных баланса и отчета.

Опираясь на вышеизложенное, анализ конвергенции мы проводили по тестированию на наличие сигма-конвергенции на основе ряда финансовых коэффициентов, отвечающих требованиям: а) универсальности, то есть возможности его применения ко всем рассматриваемым компаниям; б) возможности расчета по общепринятому шаблону (правилу); в) доступности, то есть наличия данных для анализа в публичной отчетности компании. Для доказательства наличия или отсутствия конвергенции между страховыми компаниями мы использовали следующие финансовые коэффициенты:

1. Отношение Валовой прибыли к Активам (рентабельность);
2. Отношение Собственного капитала страховщика к Активам компании (коэффициент автономии);
3. Отношение Страховых Резервов к Активам;
4. Отношение собранной страховой Премии к Активам;
5. Отношение Инвестиций к Активам страховой компании;

Для вычисления финансовых коэффициентов была сформирована панель данных (Panel Data). Последняя состоит из наблюдений одних и тех же экономических единиц или объектов (индивидуумы, домашние хозяйства, фирмы, регионы, страны и т.п.), которые осуществляются в последовательные периоды времени. Такие данные сочетают в себе как данные пространственного типа, так и данные типа временных рядов: в каждый момент времени имеются данные пространственного типа по экономическим единицам, и для каждого объекта соответствующие ему данные образуют один или несколько временных рядов. Источником данных стал официальный сайт Службы Банка России по финансовым рынкам, раздел страховой рынок, где опубликован Единый государственный реестр субъектов страхового дела, и сайты страховых компаний. В качестве инструмента вычислений было применено встроенное программное решение MS Excel.

*Результаты тестирования эмпирических данных по пяти выдвинутым показателям*

1. Отношение Валовой прибыли к Активам или рентабельность. Отношение полученной за период прибыли до налогообложения от активов отражает рентабельность или общую эффективность деятельности страховой организации или эффективность использования всего капитала страховой организации. Данный коэффициент показывает, какую сумму прибыли до налогообложения получает страховая организация на один рубль активов, которыми владеет и распоряжается, независимо от их источника финансирования. Это показатель вычисляется по формуле:

$$\text{Рентабельность} = \text{Прибыль до налогообложения} / \text{Величина всех активов за период} \quad (2.3)$$

Динамика этого коэффициента показана на Рис. 2.12. В 2008-2010 гг. наблюдалась одинаковая тенденция и для региональных, и для федеральных страховщиков к небольшому увеличению уровня дивергенции (с 7,1 до 7,5), а в 2010-2011 гг. в федеральной группе была зафиксирована тенденция к конвергенции (115 в 2010 г. и 64 в 2011 г.). Однако 2012 г. внес свои коррективы, полностью исключив возможность сигма-конвергенции по

показателю валовая прибыль/активы. Региональные же компании наоборот показали те же тенденции, но с запозданием примерно на год.

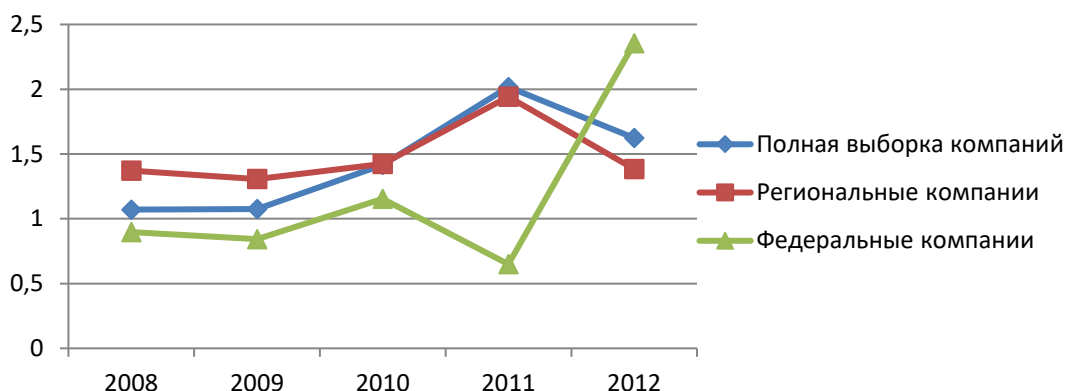


Рисунок 2.12 – Оценка параметров сигма-конвергенции страховых организаций в РФ за период 2008–2012 гг. Прибыль/активы (средняя величина рентабельности за период)

Составлено автором.

В данном случае по такому важному показателю как валовая прибыль по отношению к активам наблюдается сигма-дивергенция, то есть увеличиваются различия между компаниями. Гипотеза не подтверждена.

2. Отношение Собственного капитала страховщика к его Активам или коэффициент автономии. Отношение собственного капитала к общей сумме актива баланса. Общепринятое нормальное значение: 0,5 и более (оптимальное 0,6-0,7); однако на практике в значительной мере зависит от отрасли. Этот коэффициент показывает уровень собственного капитала страховщика, он отражает финансовую структуру средств страховой организации и показывает насколько обеспечены активы страховщика собственным капиталом. Аналитики и кредиторы отдают предпочтение стабильности этого коэффициента и поддержанию его значений на достаточно высоком уровне. Данный показатель вычисляется по формуле:

$$\text{Коэффициент автономии} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Совокупные активы}} \quad (2.4)$$

Нормальным значением этого коэффициента, обеспечивающим достаточно стабильное положение страховой организации в глазах

страхователей, банков, коммерческих партнеров считается уровень 20 % (0,2) и более. Динамика коэффициента показана на Рис. 2.13.

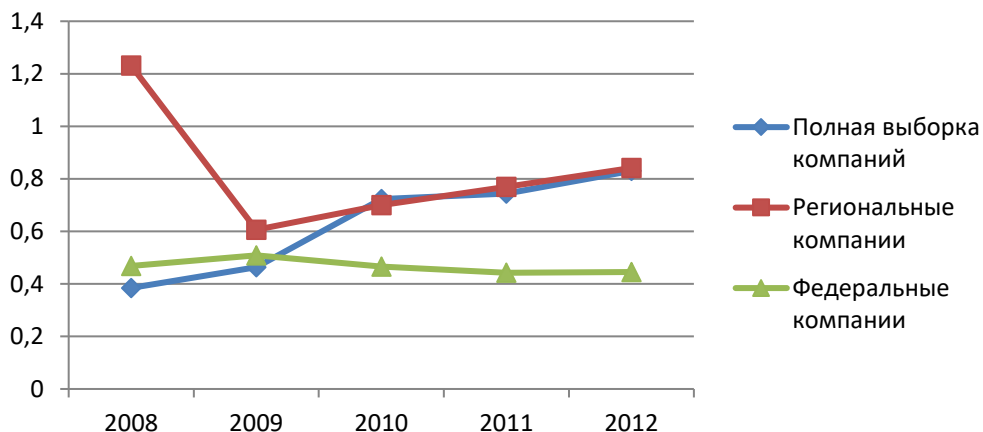


Рисунок 2.13 – Оценка параметров сигма-конвергенции страховых организаций в РФ за период 2008–2012 гг. Отношение Собственного капитала страховщика к Активам.

Составлено автором.

На основе анализа сигма-конвергенции выявлена общая тенденция к дивергенции. Причем региональные страховщики показывают большую волатильность, чем федеральные. Следует учитывать региональную специфику Российского страхового рынка в сторону концентрации финансовых ресурсов в «центре.» Этим определяется более равномерное развитие федеральных страховщиков, у которых, к тому же видна небольшая (минимальная) конвергенция с 2009 г. (50,8 -2009, 46,5- 2010, 44,2-2011, 44,5-2012). *Гипотеза подтверждается.*

3. Отношение Страховых Резервов (СР) к Активам. Резервы страховой организации имеют двойственную природу. Страховые резервы хотя и отражаются в пассиве бухгалтерского баланса страховой организации и с точки зрения бухгалтерского учета являются пассивами, обычно воспринимаются (с позиции закона об организации страхового дела) как активы страховой организации, выведенные в соответствии с законодательством из-под налогообложения. Для них установлен достаточно жесткий режим: они могут быть использованы только на выплаты страхового возмещения и страховой суммы, подлежат обязательному инвестированию в



строгом соответствии с указаниями федерального органа исполнительной власти по страховому надзору. Активы, покрывающие страховые резервы, должны удовлетворять условиям диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности. Данный показатель вычисляется по формуле:

$$\text{Доля СР в активах} = \text{Страховые резервы} / \text{Активы} \quad (2.5)$$

Чем больше численное значение коэффициента и его рост в динамике, тем выше финансовая устойчивость страховщика в части обеспечения страховой защиты. Значения коэффициента признаются достаточными на уровне 70 % (0,7) и более. Динамика этого коэффициента показана на Рис. 2.14.

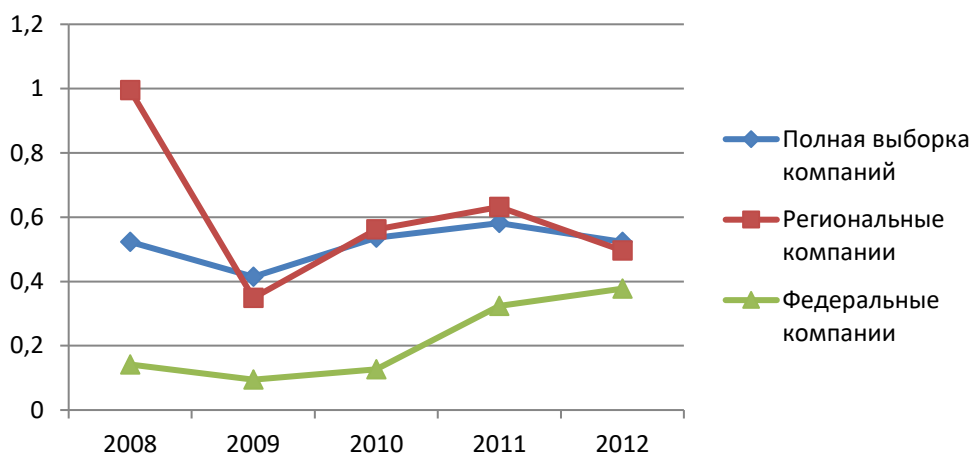


Рисунок 2.14 – Оценка параметров сигма-конвергенции страховых организаций в РФ за период 2008–2012 гг. Отношение Страховых Резервов к Активам.

Составлено автором

При исследовании третьего коэффициента мы зафиксировали с 2011 г. у региональных страховщиков тенденцию к конвергенции, а у федеральных — тенденцию к дивергенции с 2009 года. *Гипотеза подтверждается*

4. Отношение собранной страховой Премии к Активам характеризует сбытовую политику страховщика. Учитывая специфику страхового бизнеса, установить, насколько сбалансированным становится расширение компании. Бесконтрольное увеличение сбыта неизбежно повышает уровень риска страховщика, что в долгосрочной перспективе обязательно приведет к его

неплатежеспособности. При проведении анализа используется следующая формула:

$$\text{Доля страховой премии в Активах} = \text{Страховая премия} / \text{Активы} \quad (2.6)$$

Динамика этого коэффициента показана на Рис. 2.15.

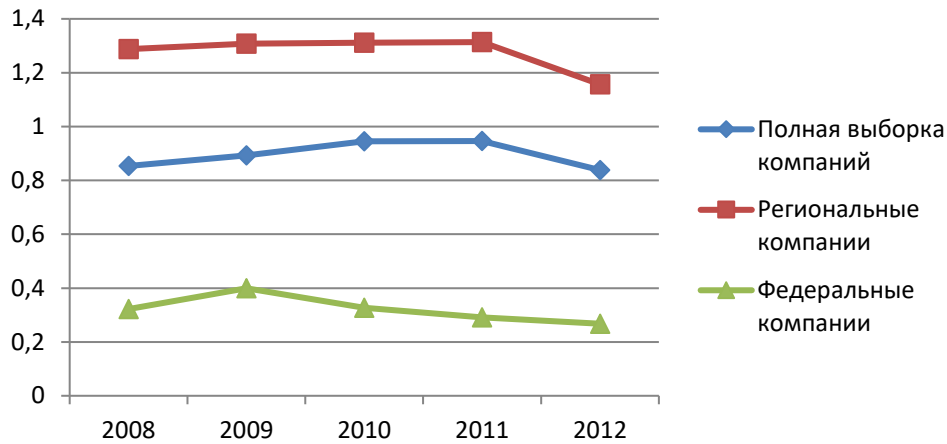


Рисунок 2.15 – Оценка параметров сигма-конвергенции страховых организаций в РФ за период 2008–2012 гг. Отношение подписанной страховой Премии к Активам

Составлено автором

В силу специфики договора страхования у страховщика отсутствует возможность существенно повысить оборачиваемость активов. Большую часть времени они пребывают в связанном состоянии. Так как наиболее распространенным сроком действия договора страхования является один год, мы в рамках данной работы имеем возможность соотнести выручку с активами без внесения существенных методологических искажений. Таким образом, необходимым условием сбалансированного развития страховщика и долговременного увеличения его присутствия на рынке будет выступать стабильность соотношения активов и выручки.

Интерпретация выявленной сигма-конвергенции может говорить о сближении бизнес-процессов всех компаний как федеральных, так и региональных, универсализации методик и механизмов работы с клиентом, а также высокой доли обязательного страхования, которое достаточно формализовано. Также при наличии сигма-конвергенции мы можем

предположить тенденцию унификации сбытовой политики страховых организаций на российском рынке. Этот аспект особенно положительно будет влиять на клиентов, для которых важно единообразие предлагаемых услуг и их возможное сравнение при выборе. Следует отметить, что численные показатели сигма-конвергенции у федеральных компаний в разы ближе к нулю (например, в 2012 г. 26 – федеральные, 115 – региональные), что позволяет говорить о *подтверждении нашей гипотезы*.

5. Отношение Инвестиций к Активам страховщика (склонность к инвестированию). Страховая организация выполняет важную для общества функцию, являясь институциональным инвестором. Аккумулируя значительные фонды денежных средств, фирма получает в свое распоряжение огромные финансовые ресурсы по крайне низким процентным ставкам. Следует подчеркнуть, что для страховщика соответствующие активы не являются в момент инвестирования его полноправной собственностью, а рассматриваются как средства страхователя, поэтому рассмотрение данного параметра принимает особое звучание. Они же являются основным источников финансирования инвестиций.

Вследствие этого, показатель отношения прибыли от финансовой деятельности к собственному капиталу существенно изменяет специфику. Он показывает не общую эффективность осуществления инвестирования страховой организацией, а то, насколько большой риск она готова принять в ходе проведения соответствующих операций без опасений за собственную финансовую устойчивость. Интерпретация этого индикатора таким способом базируется лишь на общепризнанном принципе прямой зависимости риска и доходности, без необходимости ввода дополнительных предпосылок. Необходимо соотнести такой параметр как склонность к инвестированию страховой организации. Параметром, отражающим склонность страховщика к осуществлению инвестиций, в данном случае можно принять отношение реально инвестированных средств к сумме источников финансовых ресурсов, то есть активам компании.

Склонность к инвестированию = Инвестиции/Активы (2.7)

Динамика этого коэффициента показана на Рис. 2.16.

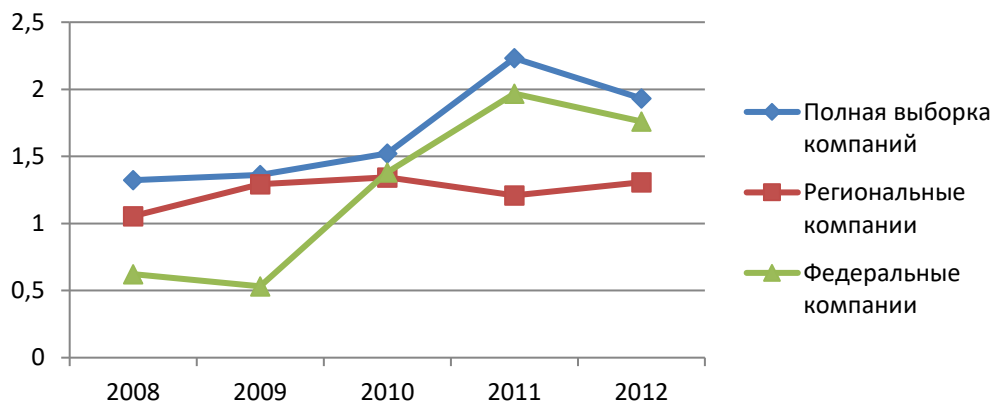


Рисунок 2.16 – Оценка параметров сигма-конвергенции страховых организаций в РФ за период 2008–2012 гг. Отношение Инвестиций к Активам страховой организации (склонность к инвестированию)  
Составлено автором

Для общего массива данных показатель склонности к инвестированию относительно активов, вычисленный как среднее отношение суммы размещенных в финансовых инструментах средств к валюте баланса, в 2012 г. составил 193 пункта, причем основной вклад вносят федеральные компании. Региональные компании в динамике показывают достаточно плавную тенденцию к дивергенции, в то время как федеральные компании показали увеличение дивергенции очень быстрыми темпами, несмотря на ее снижение в 2012 году. Таким образом, федеральные страховщики готовы больше рисковать, а региональные придерживаются более консервативной политики. Гипотеза подтверждена. Таким образом, тестирование по пяти коэффициентам гипотезы о наличии или отсутствии конвергенции-дивергенции показало, что в четырех случаях из пяти наша гипотеза подтвердилась и в России тенденции сигма-конвергенции не выявлено. Одновременно незначительное снижение дивергенции присутствует в последний 2012 год. По отдельным параметрам, например, Отношение подписанной страховой Премии к Активам наблюдается очень большой разрыв при минимальной сигма конвергенции. Это говорит о неравномерном

развитии, как отдельных страховых организаций, так и российского страхового рынка в целом. Прежде всего, в данном исследовании выявляется проблема необходимости более равномерного развития страхового рынка, формирования единого эффективного страхового пространства России.

### **Выводы по главе**

1. Эволюция развития финансовых посредников показывает, что постепенно происходит изменение их структуры: от специализированных посредников – страховых агентов и брокеров, различных инвестиционно-кредитных банков, инвестиционных фондов – до интегрированных финансовых посредников – финансовых конгломератов, куда разного рода посредники входят как составная часть.

2. Финансовый конгломерат – это неформальное объединение компаний разных секторов финансового рынка, обладающее неустойчивой структурой и основанное на совместном владении активами участников группы или эффективном контроле над ними. Участники группы могут предоставлять как финансовые, так и нефинансовые услуги, однако финансовая составляющая должна превалировать в их деятельности.

3. Так как вхождение компаний в конгломерат идет через контроль этих компаний, осуществляемый на основе прав собственности, а также через общую связывающую компании систему договоров без создания нового экономического субъекта, форма конгломерата становится достаточно размытой. Отсутствует ясность, какие компании надлежит включить в его состав, а кто должен быть признан деловым партнером, что создает сложности для регулирования.

4. При отнесении финансового института к числу финансовых конгломератов следует руководствоваться также не просто размерами его

активов, а именно его присутствием в разных областях финансового рынка. Это вызывает сложности для регуляторов, которые сталкиваются с проблемой, прежде всего, идентификации финансового конгломерата и применения к нему особого законодательства.

5. Финансовые конгломераты с «коренным» банковским бизнесом больше подвержены конвергенции, чем страховые, так как ее степень обусловлена уровнем развития объединения, унификацией бизнес-процессов и т.д. Активность на финансовом рынке как страховщиков, так и пенсионных фондов, взаимопроникновение на традиционно «чистые» рынки других игроков говорят о конвергенции со стороны предложения.

6. При исследовании финансовой конвергенции пенсионных фондов США, Китая и ЕС мы зафиксировали тенденцию к конвергенции. Одним из факторов этого стал процесс трансформации фондами пенсионных программ, основанных на определенных выплатах (DB), на программы, основанные на определенных взносах (DC). Это осуществляется для дополнительного покрытия инвестиционного риска в условиях неустойчивости финансовых рынков. Регуляторы, в свою очередь, проводят пенсионные реформы, которые также переносят риски на индивидуальный уровень. Конвергенция на страховых рынках выражена более явно, так как страховые портфели страховых компаний по страхованию жизни более оптимизированы и зависят не только от сегмента работы компании, но и от структуры страховых выплат по каждому виду страхования, заставляющих компанию пересматривать страховой портфель в пользу более спокойных и менее рискованных сегментов рынка страхования жизни.

7. Межсегментная конвергенция пенсионного и страхового сегментов в США, Европе и Китае также демонстрирует тенденцию к сближению показателей деятельности. Наиболее проявляется данная тенденция в Китае, что говорит о формировании страхового и пенсионного сегментов финансового рынка данной страны с учетом имеющегося мирового опыта, это фактически подтверждают и данные самого китайского регулятора. С

учетом общемировой значимости экономики Китая эту тенденцию следует изучать более глубоко.

8. Глобализация мировых финансовых рынков, открывая широкие возможности доступа отдельных стран к мировым финансовым ресурсам, заключает в себе непредвиденные опасности, связанные с неконтролируемым движением капитала через государственные границы. Эволюция развития финансового сектора заставила обратить внимание на появление новых рисков, связанных с конвергенцией секторов финансового рынка. Это увеличивает конкуренцию на и без того сложном финансовом, политическом, экономическом ландшафте в условиях низких процентных ставок в мире, сильной волатильности на фондовых рынках, изменения в регулировании и надзоре в сторону ужесточения требований к платежеспособности и т. д.

9. На основе эмпирического анализа тестирования выбранной совокупности отечественных страховщиков на наличие сигма - конвергенции между региональными и федеральными СК показаны особенности процессов финансовой конвергенции в России, которые коренным образом отличают российский финансовый рынок от рынков других транзитивных экономик, а именно: 1) неравномерном развитии, как отдельных страховых организаций, так и российского страхового рынка в целом, преобладании «федеральных страховщиков» над «региональными», 2) дивергенции в процессе развития «федеральных» и «региональных» страховщиков по таким важным критериям как эффективность работы, ценообразование, сбытовая политика страховой компании. Доказано увеличение разброса между показателями деятельности региональных страховых организаций и организаций федерального масштаба РФ и наличие региональной неравномерности развития страхового рынка в центре и на периферии на определенном временном горизонте.

### **Глава 3. Пенсионный сегмент мирового финансового рынка: макроэкономический и институциональный анализ**

Пенсионный сегмент мирового финансового рынка – важный элемент в контексте финансовой конвергенции и ее центральный элемент в условиях продолжающегося общемирового финансового кризиса. Так, процессы финансовой конвергенции в европейских странах (при одновременной переориентации большинства пенсионных схем с распределительных к рыночно ориентированным механизмам) могут быть не столько результатом совместных усилий стран Евросоюза с целью найти наилучшую систему для постиндустриального экономического роста, сколько непреднамеренным результатом принятых мер по снижению государственного долга и борьбы с демографическими изменениями с помощью приватизации государственных услуг (особенно это касается пенсионных схем, где государство переложило основное бремя ответственности на самого участника той или иной пенсионной схемы). В данной главе на основе межстранового эмпирического анализа пенсионных реформ в разных странах мира выявим общие закономерности их трансформации и влияние пенсионных реформ на изменение роли пенсионных фондов и страховых корпораций как институциональных инвесторов.



### **3.1 Изменения систем социального и государственного пенсионного обеспечения под влиянием глобальных демографических сдвигов и изменения благосостояния**

Потребление со стороны старших поколений имеет большие положительные внешние эффекты, особенно в обществах, ценящих равенство и справедливость. В результате социальное страхование можно рассматривать как общественное благо, за предоставление которого отвечает государство. Становление индустриального общества сопровождалось формированием институтов пенсионного страхования наемных работников и государственного социального обеспечения. Экономическими предпосылками их появления были:

- постоянный характер трудовой деятельности;
- возросшая сложность труда и рост квалификации работников;
- массовое производство.

Массовое производство могло существовать только в условиях постоянного притока рабочей силы и непрерывности этого процесса. Стали возникать экономические, организационные и правовые механизмы, которые позволяли, в том числе и поддерживать длительные отношения с наемными работниками. Для этого разрабатывались специальные системы мотивации, одной из которых стала пенсионная система. Она позволяла работнику создавать пенсионные права в течение срока трудовой деятельности, производить накопления, которые после наступления пенсионного возраста конвертировались в пенсионные выплаты.

Экономической базой такой системы выступало перераспределение части заработной платы застрахованных работников во времени – от момента начала трудовой деятельности до момента их выхода на пенсию. Причем, если в первой четверти XX в. доля перераспределяемой заработной платы в пользу пенсионного страхования и социального обеспечения не превышала 6–8%, то

к концу XX в. (1980–1990) она достигала уже 20% и более от выплачиваемой работнику суммы.

В конце XX в. глобализация и урбанизация привели ко многим важным изменениям, среди которых мы выделим трансформацию традиционных и неформальных механизмов управления рисками жизненного цикла. Следствием этого стал «социальный вопрос», который привел к созданию в отдельных странах программ социального страхования в отношении социальных рисков. Начав с обязательного страхования на случай производственных травм, а также медицинского и пенсионного страхования в нескольких развитых странах в конце XIX в., общество пришло к тому, что спустя примерно 100 лет в большинстве развитых стран существуют государственные программы, призванные решать проблему социальных рисков (таких как производственная травма, болезнь, инвалидность, смерть, безработица, старость), которые охватывают широкие слои населения [363].

Переход к 5-му технологическому укладу, информационному обществу, развитие информационно-коммуникационных технологий и всемирной сети интернет принципиально изменяют не только производство, но и образ жизни людей, их потребности, культуру, ориентируя на расцвет интеллектуального творчества взамен избыточного материального потребления. Однако современная экономика (особенно в развивающихся и транзитивных экономиках, по данным ООН [318]) на протяжении второй половины XX в. увеличила неравномерность социально-экономического положения различных социальных групп [126; 171; 307]. Реализации вышеупомянутых тенденций способствует складывающаяся в постиндустриальных обществах новая по сравнению с индустриальной эпохой социальная структура. Уходит в прошлое некогда традиционная дифференциация общества на классы, но это отнюдь не свидетельствует о торжестве социальной однородности. Напротив, социальная стратификация усугубляется, множатся социальные группы, интересы которых отличаются друг от друга и в значительной мере

взаимопротиворечивы, что разрушает еще один миф – о социальной гармонии будущего общества. Меняются также условия и формы занятости.

Происходит все более частый перевод наемного труда на условия «непостоянной работы». С работниками заключаются трудовые контракты на ограниченные временные периоды, неполный рабочий день или неполную рабочую неделю даже в случаях, когда они фактически работают полный рабочий день или полную рабочую неделю [26]. Кроме того, массовый выход женщин на рынок труда обостряет конкуренцию за рабочие места и способствует снижению уровня зарплаты.

Одним из способов решения имеющихся проблем становятся новые формы найма рабочей силы и размещение трудоемких производств в странах с низкими уровнями заработной платы и социального страхования. Все это изменяет фундаментальные установки общества. Начинают формироваться контуры социальной структуры начала XXI в., что позволяет говорить о нескольких базовых социальных группах и множестве их разновидностей, характерных для информационного общества развитых стран [17]. Имеются в виду:

- квалифицированные работники в сфере воспроизводства<sup>87</sup> – рабочие, техники, программисты, ученые, инженеры, учителя, служащие;
- мелкие и средние предприниматели, ведущие самостоятельное дело в промышленности, сельском хозяйстве, строительстве, на транспорте, в сфере услуг;
- пенсионеры и рантье, живущие за счет доходов, созданных их прошлым трудом, или на дивиденды от вложений в ценные бумаги;
- крупные предприниматели, высший слой государственных служащих, верхушка армии, лидеры политических партий, «короли» преступного мира – немногочисленный слой, обладающий

---

<sup>87</sup> Конечно, даже в развитых странах мира есть и определенная доля работников с низкой степенью квалификации, которые также используются в народном хозяйстве (преимущественно на несложных работах в сфере обслуживания). Данная трудовая прослойка имеет тенденцию к сокращению среди граждан развитых стран (результат повышения уровня знаний, в том числе профессиональных), она пополняется, главным образом, за счет иммиграции (как легальной, так и нелегальной).

значительной экономической и политической силой, влиянием на всю общественную жизнь и тенденции ее развития.

Нужно отметить, что представители всех вышеозначенных социальных групп в большей или меньшей степени являются потребителями пенсионной системы и системы социального страхования. Особую роль среди них начинает играть все увеличивающаяся социальная группа пенсионеров.

Как уже было отмечено, одним из главных вопросов в области социально-экономической политики государства выступает проблема пенсионного обеспечения. По своей экономической сущности пенсионное обеспечение выражает согласование финансовых интересов нетрудоспособных членов общества с остальной его частью, создающей материальные блага.

Вместе с тем последствия старения населения, носящие долговременный, глобальный характер, не только порождают острые экономические, социальные, политические и психологические проблемы для большинства индустриально развитых стран, но и открывают новые возможности для граждан и государств. Их реализация в полной мере возможна с использованием информационно-коммуникационных технологий.

По нашему мнению, в обществе уже сформировался «новый тип» пожилых людей, обладающих высокой профессиональной и образовательной подготовкой, здоровьем и трудоспособность которых выше, чем у представителей предыдущих поколений, а ориентации все более смещаются к творческим установкам – труду и освоению новых профессиональных навыков. Особого внимания заслуживает наблюдаемый в странах Западной Европы феномен «молодых стариков» – людей, перешагнувших 65-летний рубеж, которые по образу жизни, состоянию здоровья и трудоспособности, спектру интересов, тяге к знаниям вполне вписываются в круг людей среднего возраста. Эта страта населения имеет хорошее образование и часто работает на основе «фриланса», т. е. самостоятельной занятости. Все указанные тенденции приводят к изменению социальной структуры общества, условий и

форм занятости, индивидуализации жизнедеятельности населения. Этим в числе прочего также обусловлена потребность в модернизации пенсионных систем.

Пенсионная система сама по себе является не только полем нормативного регулирования и экономического распределения. Существование социальных агентов – фактических и потенциальных пенсионеров – определяет ее характер, а именно влияние социального поведения на ее функционирование. Как и любой другой элемент социально-экономической системы, пенсионная система включает и действия субъектов макроуровня – институтов государственной власти, экономических институтов (см. рис.3.1).

Однако модель, сформированная на макроуровне, может по-своему восприниматься социальными агентами. Хотя каждый работающий в той или иной степени сталкивается с вопросами пенсионного обеспечения – лично или опосредованно (через СМИ и интернет и межличностную коммуникацию) – целостное понимание принципов и механизмов пенсионного обеспечения является весьма проблематичным [ 44, с. 235-247.].



Рисунок 3.1 – Модель пенсионной системы с позиции социальных агентов и субъектов макроуровня  
Составлено автором

Современный рынок представляет собой сложную информационную систему, социальный институт, предназначенный для рационального размещения ресурсов. Его важнейшие преимущества перед централизованным планированием – многообразие источников, свобода и оперативность распространения информации. Однако разнообразие участников информационного процесса, одновременно являющихся субъектами пенсионных отношений (фирмы, домохозяйства, государство) и видов информации (цены, объем продаж, ставки кредита, налоги и т. д.), создает проблему эффективной координации; возникает потребность в дорогостоящих системах связи и коммуникации. Многообразие сигналов уменьшает издержки информационного неравенства лишь в том случае, если сигналы передаются в рамках *организованной системы* – альянса макроуровня системы и социальных агентов в целом, что требует внесения необходимых корректив в механизмы их отношений.

Недостаточно полное знание о факторах, способных повлиять на результаты решений макроуровня, усиливает влияние неопределенности в экономическом поведении социальных агентов. Возможность ослабления такого влияния определяется информацией, ее количеством, качеством, оперативностью и достоверностью. В данной ситуации категории и понятия пенсионного обеспечения, таких как накопительная и распределительная системы, принципы и механизмы начисления пенсий, стабильность системы и ее экономическая эффективность, не являются однозначно воспринимаемыми и четко интерпретируемыми большинством социальных агентов. Поэтому, как и показывает опыт разных стран, реформирование пенсионной системы часто приводит к социальной напряженности, которая из-за увеличения пенсионного возраста, отказа от льготных пенсий и увеличения взносов в пенсионные фонды только возрастает.

Как отмечает А. Б. Курицкий, в социально ориентированной информационной системе критерием эффективности является не столько объем ВВП и его динамика, сколько качество жизни, развитие человека и его

интеллектуального потенциала [46] – единственного производственного ресурса, не подверженного энтропии в процессе творческого самоусовершенствования и способного качественно изменить саму экономику. Однако реализация человеческого потенциала возможна только при условии выработки государственной стратегии развития пенсионной экономики. По мнению автора, увеличившаяся взаимозависимость экономик позволяет выделить еще одно явление, относящееся к распределению доходов и формированию пенсионного капитала индивидуума, – это *новое понимание благосостояния*. Сегодня, в условиях мирового экономического кризиса, особенно актуальным становится вопрос поиска новых источников и новых моделей прогресса. На протяжении многих десятилетий доминирующей моделью и основным источником прогресса считался экономический рост. Однако, как отметил в своем выступлении на Мировом экономическом форуме Дэвид Кэмерон, премьер-министр Великобритании, «экономический рост – это средство движения к концу». Конец – это процветание и благоденствие [319]. В то же время еще в начале 80-х гг. XX в. Л. Котликофф и А. Спивак [рр. 232, 372-391] отмечали, что наряду с государством в формировании благосостояния индивидуума также играет семья, показывая ее место в жизненном цикле индивидуума сквозь призму рынка страховых аннуитетов.

В перечне стратегических задач государства, сформулированных специалистами Всемирного банка, четко фиксируются мировые тенденции развития государства как верховного социального или, точнее, институционального субъекта, ответственного за благосостояние граждан и осуществляющего в этом контексте такие функции, как: утверждение основ законности, поддержание сбалансированной политической обстановки, не подверженной искажениям, включая обеспечение макроэкономической стабильности, инвестиции в основы социального обеспечения и в инфраструктуру, поддержка незащищенных групп населения, защита окружающей среды [221]. Прежде всего следует рассмотреть основные

стратегии, которые позволили Европе получить равномерный высокий уровень благосостояния, а Японии за короткий послевоенный срок (уже к 80-м годам) достичь небывалых экономических результатов и высочайшего уровня дохода домохозяйств. Промышленные конгломераты дзайбацу, показавшие свою неэффективность из-за особенностей структуры собственности, когда одна семья управляет всей сложной системой, были успешно трансформированы в конгломераты кэйерецу, с многочисленными горизонтальными связями между входящими в конгломерат компаний. Они стали группироваться вокруг крупных банков, обеспечивающих их достаточным финансированием. Следующим шагом Японии стал импорт западных технологий. За период с 1950 по 1970 гг. по данным А. Зотина они приобрели более 15 тыс. патентов и лицензий [27], что позволило сэкономить время на развитие собственной базы исследований. Японцы покупали права на продукт и усовершенствовали технологию производства. Такая экономическая политика в сочетании с традиционным японским трудолюбием, политической стабильностью и открытыми для японских товаров американским и европейскими рынками привела к высоким темпам экономического роста и высокой доле экспорта в экономике. Затем в 90-е годы XX в. Китай повторил в точности сценарий Японии и добился весьма достойных результатов, Корея и Тайвань также использовали опыт японских реформ.

Как отмечается в исследовании Э. С. Райнерата [73], еще европейские экономисты периода Просвещения применяли инструментарий, основанный на так называемом механизме «эмуляции» (повторения; англ. emulation). Это слово означает соперничество или «попытку сравниться с другими или превзойти их в каком-либо достижении или качестве». По своей сути эмуляция – это позитивный вариант зависти, по определению М. Абрамовица «догоняющее развитие и опережение» или динамическая конкуренция, в отличие от стратегии сравнительного преимущества Давида Рикардо (сосредоточении на том виде деятельности, где вы наиболее эффективны). По



нашему мнению, в послевоенный период XX века развитые европейские страны и Япония также придерживались идеи динамической конкуренции, развивая те сектора экономики, которые дают наибольшую прибавленную стоимость: высокотехнологичные и наукоемкие технологии. Это позволило даже не имея большой территории и достаточно природных ресурсов перейти на инновационный путь развития, который позволил распределять национальное богатство более равномерно, так как интеллектуальный труд в терминах оплаты труда не сравним с трудом физическим. И сейчас в условиях кризиса мировые лидеры ориентируются на наиболее инновационные сегменты, способные увеличивать прибавленную стоимость товаров. Все это позволило существенно увеличить благосостояние граждан этих стран.

Действительно, при анализе общего благосостояния домохозяйств мы видим, уровень обеспеченности домохозяйств, ведущих европейских не уступает американским, и что кризис пока не сильно повлиял на его снижение. (см. рис. 3.2).

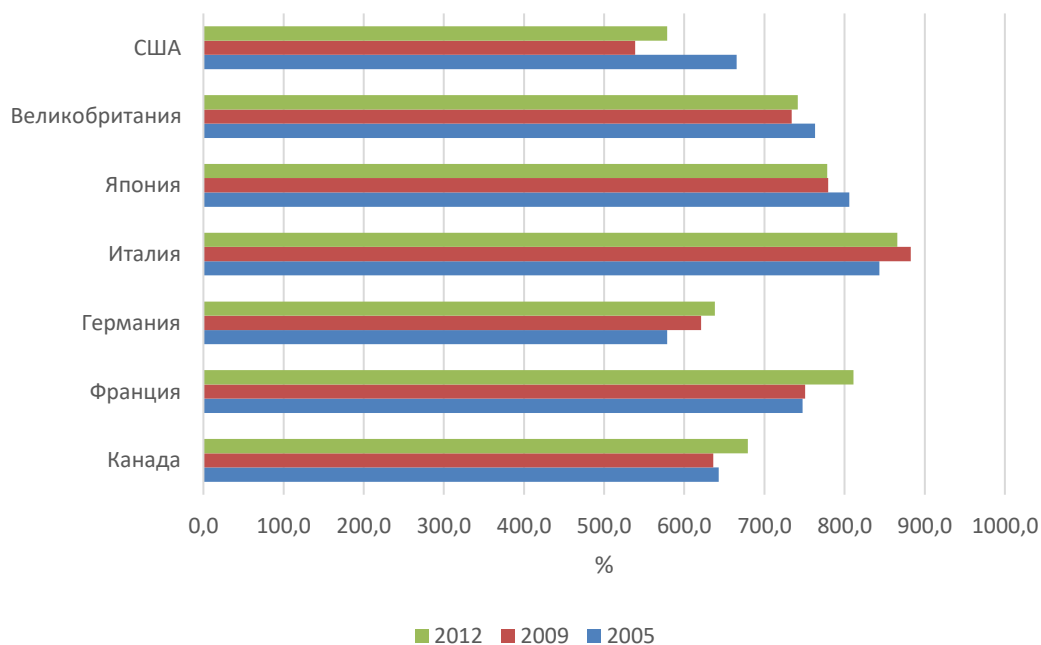


Рисунок 3.2 – Общее благосостояние домохозяйств в некоторых странах мира (в % от номинального располагаемого дохода) в 2005–2012 гг.  
Составлено по: Economics: Key tables from OECD - ISSN 2074-384x. OECD 2013. OECD Economic Outlook № 94 (database). doi: 10.1787/hsinc-table-2014-5-en

По сравнению докризисным 2005 г., в 2012 г. общее богатство домохозяйств в некоторых странах (Италия, Германия, Канада) даже увеличилось. В США же мы видим снижение общего благосостояния, но максимум снижения пришелся на 2010 г., в 2012 г. наметился небольшой подъем. В то же время в Японии при небольшом снижении общего благосостояния по данным Credit Suisse самый многочисленный в группе развитых стран средний класс (активы от 0,1 млн. долл. до 1 млн. долл.) – 53 млн. взрослого населения при общем населении 104 млн. взрослых, что говорит о высокой однородности общества по достатку. В демографическом плане в Япония проходит период спада после 1995 года, когда численность работоспособного населения (по методике МОТ от 14 до 65 лет) была максимальной и достигала 87,3 млн. чел. В 2014 году по данным ОЭСР этот показатель составил 77,9 млн. чел.

Повышение благосостояния и увеличение продолжительности жизни населения изменяет структуру трудовых отношений, структуру самих потребителей и их предпочтения в потреблении. Некоторые исследователи считают это утверждение спорным, основанном на привязке к определенной разработанной специально той или иной методике, с помощью которых получают необходимые результаты. На самом деле, как показывают Ст. Дорик и М. Акмаль (Dowrick St. & Akmal M.), благосостояние домохозяйств увеличивается неравномерно и не везде [169, pp. 201-229].

Идея относительно влияния благосостояния на развитие страны не нова. Исследования в области теории государства благосостояния можно разделить на два типа: базирующиеся на структурном и на институциональном подходе. Индустриализация разрушает традиционные институты социальной поддержки человека – семью, церковь и таким образом, формирует необходимость развития его социальной поддержки государством через социальное страхование и другие формы, которая тем самым сглаживает неравномерное распределение доходов. В 1970-х гг. появилось новое направление исследований, в котором основной акцент делался на роли

рабочего класса, формирующегося среднего класса, политических партий, бюрократии, создающих и поддерживающих государство благосостояния.

С 1990-х гг. XX века последователи структурного подхода опирались на глобализационные теории, в то время как для приверженцев институционального подхода опорой служили теории энергетических ресурсов. Структурный подход подразумевал, что экономические факторы стимулируют конвергенцию (т. е. сближение) социальной политики в разных странах, в то время как институционалисты отстаивали позицию, что политические факторы ведут к дивергенции, (т. е. к расхождению). Современное прочтение вышеназванных концепций теории благосостояния основаны либо на количественных подходах, либо на качественном анализе. Но последние события в мировой экономике, глобальный экономический кризис придали иное значение понятию благосостояния.

В развитых государствах, население привыкло получать гарантированный приемлемый определенный уровень дохода. Поэтому сложно перестроиться на менее расточительное потребление и необходимость экономить. Более того, увеличивается разрыв между в оплате труда между странами, развитыми и странами с развивающимися рынками. Например, в Европейском Союзе по данным исследовательской организации Statista.com средний размер часовой оплаты труда составляет 24,6 евро (см. рис.3.3). Тем не менее имеется очень большой разброс: в Дании в 2014 г. этот показатель достиг 40,3 евро, в то время как в Болгарии лишь 3,8 евро в час. Значит за одного датчанина можно нанять почти 12 болгар. Стоит не забывать и о разной стоимости жизни по странам Европы, но она не на столько влияет на размер оплаты труда. Таким образом этот показатель показывает нам косвенно скорость экономического развития в регионе.

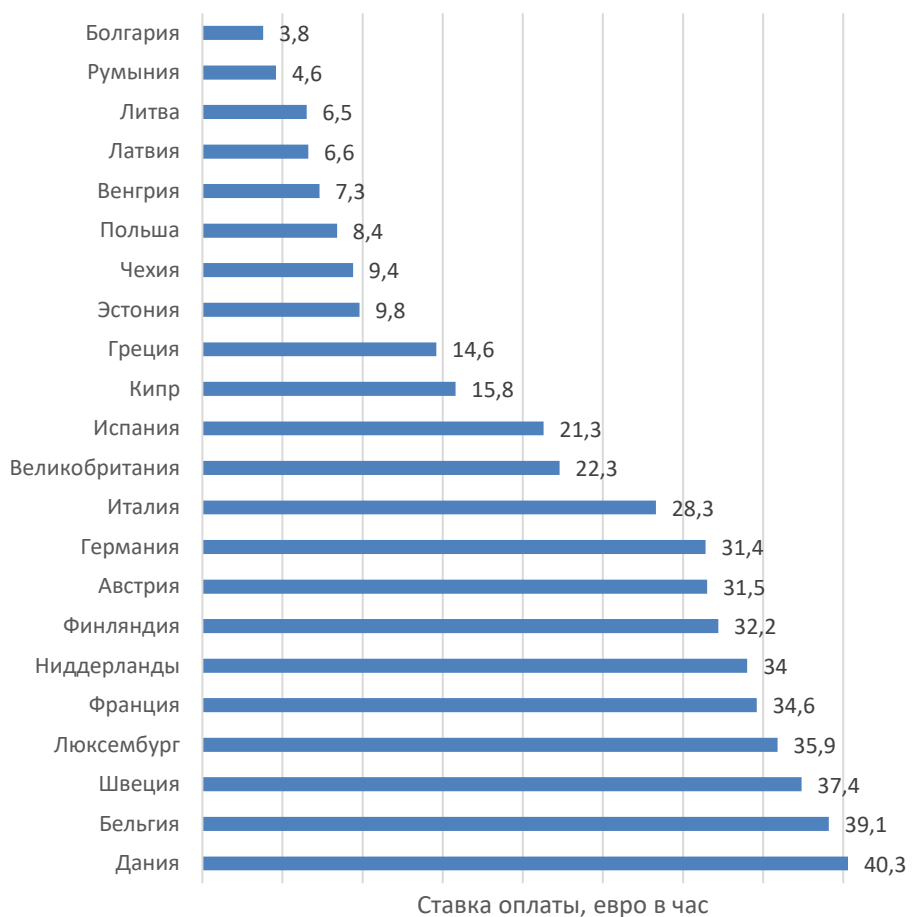


Рисунок 3.3 – Почасовая оплата труда в Европейских странах, евро в 2014 г.  
Источник: [www.statista.com](http://www.statista.com)

Благосостояние и его оценка – процесс, включающий множество факторов, порой оценочных. Но основную роль играет, конечно, доход, который позволяет поддерживать определенный уровень потребления, здоровья, получения образования, отдыха и т.д. М. Хуггетт, Г. Вентура и др. (Huggett M., Ventura G. et all) на основе анализа идиосинкразических шоков показали, что уровень благосостояния подвержен шокам в течение трудовой жизни, но основное влияние оказывает стартовая позиция в возрасте 23 лет [214]. Мы же покажем, что и правильно выбранная траектория накопления позволяет получить приемлемый уровень дохода в преклонном возрасте.

Валовые финансовые активы домашних хозяйств мире в 2014 г. выросли на 7,1% по сравнению с предыдущим годом. Это означает, что устойчивый экономический рост, наблюдавшийся в предыдущие годы продолжился, хотя

и в меньшей степени. Совокупные активы достигли нового рекордного максимума в 135,7 триллиона евро. Эта сумма превышает стоимость всех компаний мира и всего суверенного долга стран мира [192].

Доход не является равномерным в течение всей жизни, поэтому представляется важным сравнить отношение (коэффициент  $\dot{B}$ ) среднего дохода индивидуума к доходу в возрасте 66-75 лет к доходу в возрасте 26-40 лет (**табл. 2.1. 1.2, Приложение 2**). Применим методику коэффициентного анализа. Такая методика дает возможность показать эффективность функционирования систем пенсионного обеспечения и работу накопительных механизмов с позиции управления рисками жизненного цикла и представляет интерес государственным органам при разработке мотивационных программ для участия населения в долгосрочном инвестировании.

Мы проанализировали показатели семи стран в период с 2000-2012 гг. и оценили равномерность распределения доходов в разные жизненные отрезки. Так как данные среднего располагаемого дохода, представлены в национальных валютах и в текущих ценах, представляется более наглядным сделать коэффициентный анализ на основе выборочного среднего (среднего по выборке).

$$\dot{B} = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n g_i}{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n G_i} \quad (3.1)$$

где:  $\bar{G}$  - средний располагаемый годовой доход индивидуума за весь период жизни,  $\bar{g}$  - средний располагаемый годовой доход в определенный промежуток жизненного цикла (в нашем случае период с 66 по 75 лет или с 26 до 40 лет).

При анализе полученных результатов наиболее равномерное распределение доходов между периодами трудовой деятельности и пенсионным возрастом жизненного цикла наблюдается в Германии (в 2000 г. значение коэффициента  $\dot{B}$  в период молодости составило 0,98 на пенсии 0,9, в 2011 г. 0,93/0,9 соответственно), причем стабильные результаты сохраняются вне зависимости от кризисных годов. Великобритания, США,

Италия продемонстрировали большую разницу в доходах между пенсионным и трудоспособным возрастом. Тут следует обратить внимание на развитость в Германии накопительных пенсионных программ для работающего населения и пенсионного страхования, хорошего уровня финансовой грамотности, а также привычки самостоятельно большинства населения принимать ответственные финансовые решения по управлению рисками жизненного цикла и большую инерционность пенсионных накоплений.

Наибольший разброс коэффициентов в Польше (в 2004 г. значение коэффициента для разных возрастных групп составляло 1,01/1,08, а 2011 г. – 0,87/1,09), значит пенсионеры заметно обеднели к 2011 г. Польша в 2000-2012 гг. проходила одновременно период трансформации экономики после развала социалистического лагеря, становление рыночной системы и становление пенсионной системы, а затем и начало ее реформы, что не позволило в период хорошей экономической конъюнктуры большинству населения сформировать адекватные пенсионные накопления и иметь достойный уровень благосостояния в пенсионный период (65+). Наша выборка показала, что транзитивные экономики хуже переносят дополнительные внешние шоки, а накопительные пенсионные схемы при наступлении неблагоприятных событий имеют запас времени для принятия стабилизационных решений правительства.

Не только изменение дохода влияет на мотивацию участия в том или ином пенсионном «проекте». Дж. Бешер, Д. Чой и др. (Jh. Beshears, J. Choi et al) показали, что на выбор метода накопления или участия в той или иной программе большое влияние оказывает поведение сослуживцев, принимающих решения по сходным вопросам [137]. Более того, работники крупных компаний, не отчисляющие взносы по добровольным корпоративным пенсионным планам (программам) или участвующим недостаточно для обеспечения хорошего уровня пенсии, обычно получали упрощенную форму отчета компании о проделанной за год работе и

увеличении суммы накопленных пенсионных взносов. Таким образом, недостаток информированности работника отрицательно сказывается на его желании участвовать в коллективных пенсионных планах, предлагаемых работодателями.

Мы провели изучение зависимости информированности о возможных путях пенсионного накопления на основе методики «полевого исследования», предлагая респондентам ответить на вопросы, показывающие общий уровень понимания: где можно накопить на пенсию, сколько и как долго копить. Вторым вопросом состоял в том, чтобы понять с какого уровня благосостояния респондент готов откладывать часть дохода на будущее. Исследование проводилось в течение 2011-2015 гг. автором среди однородной социальной группы студентов старших курсов экономического факультета СПбГУ. В исследовании участвовало 432 человека. В опросе 2015 г. в связи с проводимой пенсионной реформой в РФ [345] был добавлен дополнительный вопрос о возможности выбора варианта отчислений в накопительную систему (6 %) или же предпочтения участия только страховой без накопительной составляющей. Особенность нового вопроса состояла в том, что согласно реформы если работник не изъявит желание отчислять 6% от заработной платы в накопительную часть (в виде письменного заявления работодателю), то он автоматически считается участником страхового варианта. Согласно имеющимся исследованиям М. Бригите С., Д. А. Шеа (Madrian, Brigitte C., and Dennis F. Shea) [247, pp. 1149-1187] такой подход позволяет увеличить число «автоматических» участников, поскольку работники часто пассивно принимают предложения по умолчанию, не имея достаточных знаний. К сожалению, наш опрос показал достаточно низкую общую финансовую грамотность студентов. 72% – не знают каким образом можно управлять накопительной частью пенсии; 9% – слышали от родителей что-то; 12% – знают о возможности управления накоплениями через в НПФ; 7% – не разобрались, о чем речь. Копить «на пенсию» готовы при наличии постоянного дохода от 80 тыс руб и выше, но

две третьих не собираются этого делать вообще. При таких результатах трудно ожидать принятия грамотных финансовых решений индивидуумом.

Изучение поведения индивидов при принятии решений представлено в множестве публикаций зарубежных и российских авторов М. Берtrand, Ф. П. Эрзо и др. (Bertrand M., Erzo F. P. Luttmer et all) [135, pp. 1019-1055; ], К. А. Калгрэн и Р. Рено (Kallgren Carl A., Raymond R. Reno) [223, pp.1001-1012], Д. Изер и Э. Саез (Esther D., I Saez, E.) [175, pp.129-148], Мунши Кавиан и Жак Мо (Munshi Kaivan, and Jacques Myaux) [ 255, pp. 1-38], Дж. Соренсен, Т. Дж. Вудроу и др. (Sorensen John M. R., Woodrow T. Johnson et all) [296], Ш. Нараян и С. Н. Харикеш (Narayanan Sridhar and Harikesh S. Nair) [258]. Эмпирические исследования имитации (повторения или следования) «потребительского» поведения сослуживцев, родителей, друзей и пр. показывают меньшее влияние мнение окружающих при принятии решений в области пенсионных накоплений, образования, заботы о здоровье, охраны окружающей среды (уборка мусора) [218]. В этих направлениях большую роль играет степень информированности о желаемой услуге и возможных последствиях. Наиболее подвержены принятию решения «за одно» потребители в тех направлениях, где их маргинальные издержки конформизма малы, а именно в ресторане при выборе из меню, небольших пожертвованиях, загрузке музыки из Интернета, повторному использованию полотенец в отелях и т.д. [152, pp. 864-882; 188, pp.1-14; 215, pp. 1082–1095; 203, pp. 1009-1055]. Поэтому очень важна степень информированности об устройстве системы долгосрочных сбережений в лице институциональных инвесторов – пенсионных фондов, и возможности получения более высокого дохода в старости от принятых решений уже на начальном этапе построения карьеры. Согласно исследованию, проведенному в 2014 г. британским «The International Longevity Centre-UK» [248] люди в пожилом возрасте, могут быть охарактеризованы следующим образом:

- они предпочитают гарантированный нежели риск, ориентированный доход;



- не склонны к риску;
- слабо разбираются в возможных вариантах формирования пенсионного дохода;
- существует значительный риск, что люди будут перегружены ответственностью;
- явная потребность руководства при решении пенсионных вопросов;
- недооценка последствия принятия решений.

Следует обратить внимание на изменение склонности к сбережению в более поздние периоды старости. Согласно исследованиям, Ч. Ю. Хориока (Horioka Ch.Y.), этот период возникает обратный процесс – склонность к трате сбережений, связанная, прежде всего, с необходимостью больших затрат на здоровье, увеличений сумм страховых премий, снижением социальных выплат [210, pp. 151-158]. По мере увеличения возраста у человека изменяются взгляды на наименее важные с их точки зрения аспекты их благосостояния и благополучия. Прежде всего, приветствуется постоянный, даже меньший доход, чем риск его недополучения. По мнению Розы Альтманн (Ros Altmann) [362], признанного эксперта в области пенсий, аннуитетов, инвестиционной стратегии и государственной пенсионной политики, нововведения порой не понимаются теми, кому они предназначены. Более того, сложившаяся практика иногда не позволяет полностью реализовывать потенциал того или иного инструмента. Например, В. Ху и Дж. Скотт (Hu W., Scott J.) [213] показали, что поведение пожилых как «стремление избежать риска» объясняет непопулярность аннуитетов, за которыми закрепилось представление как о высоко рисковом инструменте, при использовании которого потери чаще выше, чем потенциальный выигрыш [147].

Отметим, что в более пожилом возрасте происходит изменение не только в источниках дохода, но и в социальной включенности индивидуума в общественную жизнь и в структуре потребления [161]. Это откладывает серьезный отпечаток на принимаемые решения в более позднем пенсионном

возрасте (после 75 лет), так как многие факторы, среди которых прежде всего, здоровье, не позволяют полноценно пользоваться возможностями цивилизации (см. рис.3.4).

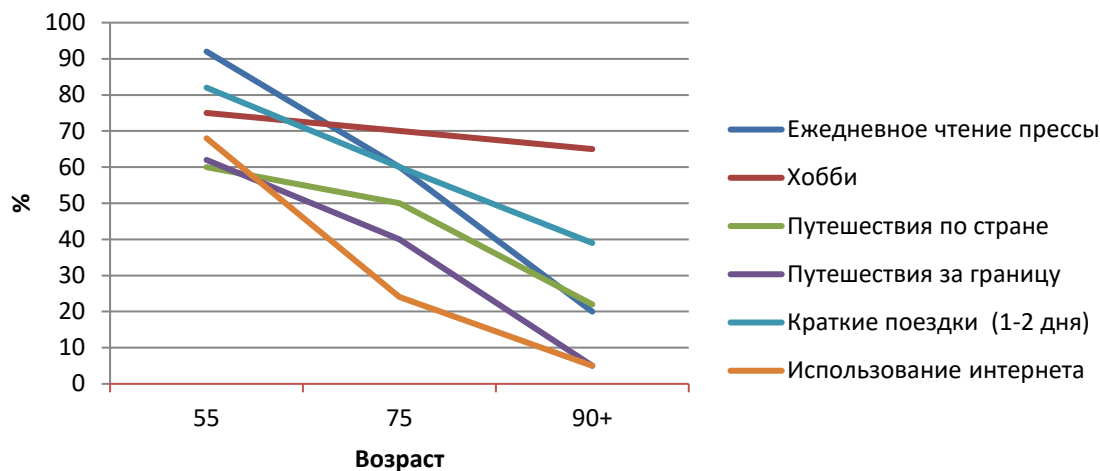


Рисунок 3.4 — Участие в жизни общества (социальная включенность)  
Составлено по: Consumption Patterns Among Older Consumers - Statistical Analysis. 2010.

Составлено по: [http://www.ilcuk.org.uk/index.php/publications/publication\\_details/consumption\\_patterns\\_among\\_older\\_consumers\\_-\\_statistical\\_analysis](http://www.ilcuk.org.uk/index.php/publications/publication_details/consumption_patterns_among_older_consumers_-_statistical_analysis)

Например, в Великобритании при выходе на пенсию будущий пенсионер самостоятельно выбирает стратегию управления пенсионным капиталом, то есть может распорядиться накопленной суммой в зависимости от возможностей системы и своих предпочтений. Более того, пенсионная реформа 2015 г. еще более расширила возможности по выбору и сняла некоторые ограничения. Именно поэтому согласно вышеприведенному исследованию, пожилым требуется квалифицированная помощь и руководство при принятии решения.

Таким образом, из-за изменения понимания домохозяйствами управления рисками жизненного цикла изменились и решения, принимаемые социальными агентами (настоящими и будущими пенсионерами) при формировании пенсионных накоплений (прав) при наступлении старости, что увеличивает значимость пенсионных фондов и страховых корпораций как институциональных инвесторов.

### **3.1.1 Увеличение роли пенсионных фондов и страховых корпораций в качестве институциональных инвесторов в мировой экономике**

Как было замечено, одной из самых важных тенденций развития финансового рынка конца 1990-х гг. стало увеличение числа институциональных инвесторов. Выделим основные, с нашей точки зрения, причины этого процесса:

1) появление на рынках ценных бумаг индивидуальных инвесторов, получивших доступ к ранее недоступным ресурсам;

Сдвиг от «власти» менеджеров к «власти» акционеров [292] и начало массового проникновения на финансовые рынки индивидуальных инвесторов [86] датируется кризисом Бреттон - Вудского соглашения и вступлением в силу Ямайской валютной системы, что позволило выйти на мировую арену множеству мелких инвесторов.

2) увеличение доходности операций на финансовом рынке и развитие сети финансовых посредников;

3) повышение благосостояния населения после второй мировой войны и увеличение продолжительности жизни, что потребовало значительных объемов индивидуальных сбережений и построения системы управления ими.

Профессиональные институциональные инвесторы<sup>88</sup>, имеющие большой опыт работы на финансовых рынках, готовы работать с мелкими

---

<sup>88</sup> Институциональный инвестор (англ. institutional investor) — юридическое лицо, выступающее в роли держателя денежных средств (в виде взносов, паев) и осуществляющее их вложение в ценные бумаги, недвижимое имущество (в том числе права на недвижимое имущество) с целью извлечения прибыли. К институциональным инвесторам относятся инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые

индивидуальными инвесторами на взаимовыгодной основе. Таким образом они аккумулируют крупные суммы денежных средств и оптимизируют издержки на административное управление, а клиентам предлагают свои услуги по весьма доступной цене. Все это является привлекательным для индивидуального инвестора, в общем случае не обладающего ничем из вышеперечисленного.

В 2013 г. по данным исследовательской компании P&I / Towers Watson Global Research [361] и ведущего американского издания Pensions & Investments общие активы 300 крупнейших пенсионных фондов мира увеличились на 6 процентов к 2012 г., хотя в 2012 г. году рост оставлял 10 % к 2011 г. Однако в 2013 г. совокупный объем активов впервые превысил 15 триллионов долл. США (почти четыре годовых бюджета США). В региональном разрезе самый высокий пятилетний комбинированный темп роста составил в Латинской Америке и африканских пенсионных фондах (16%, с поправкой на очень низкие начальные показатели), затем Европейские (12%), Североамериканские (6%) и пенсионные фонды Азиатско-тихоокеанского региона (5 %). Увеличилась и концентрация активов в 300 крупнейших фондах, они в 2014 г. владели 47% общих мировых пенсионных активов [361].

Глобальные пенсионные активы в 2014 г. составляли более 36 трлн долл. США и, не смотря на кризис, по сравнению с 2013 г. увеличились на 6,1 %. Ведущим и крупнейшим мировым лидером по величине активов ПФ остается США, на втором месте идут Великобритания и Япония. ПФ этих стран представляют совокупно 78,3 % мировых пенсионных активов. За последние 10 лет самыми быстрорастущими пенсионными сегментами национальных финансовых рынков в мире были Мексиканский, прирост за 10 лет составил 16,1 %, Австралия (11,7 %), Гонконг (10,0 %), Бразилия (9,7 %) и Канада (7,3 %). Ландшафт институциональных инвесторов достаточно

гетерогенен [262], между ними имеется большая разница как в размерах, так и в концентрации в разных странах и регионах мирового хозяйства.

Основными институциональными инвесторами по классификации СНС 2012 г. являются пенсионные фонды и страховые корпорации.

В США и Канаде, например, пенсионный сегмент национального финансового рынка характеризуется наличием крупных страховых и пенсионных институтов, а также большим количеством мелких локальных диверсифицированных фондов, которые активно инвестируют по типу прямого инвестирования. Более половины крупнейших мировых пенсионных фондов владеют четвертью глобальных пенсионных активов и расположены в Северной Америке.

В Европе меньше крупных ПФ, поэтому пенсионные активы сравнительно невелики, а СК зачастую имеют бóльшую долю на рынке, чем пенсионные фонды. Что же касается Азиатско-Тихоокеанского региона, то активы, например, австралийских ПФ достаточно велики, и они в основном инвестируют в инфраструктурные объекты через инфраструктурные фонды. В Японии же большая часть пенсионных активов находится в управлении государственных и частных корпоративных пенсионных фондов.

Изначально пенсионные фонды были сугубо американским феноменом, но в дальнейшем, являясь международными институциональными инвесторами, распространили свое влияние на иностранные (прежде всего на европейские) компании (рынки). Их появление на финансовых рынках Европы и Азии инициировало конкуренцию за глобальные сбережения среди стран-реципиентов в этих регионах. Роль пенсионных фондов в экономиках стран мира отражают их активы в сопоставлении с ВВП.

В пенсионных системах развитых стран на протяжении XX в. в условиях экономического роста и благоприятной финансовой конъюнктуры особое внимание уделялось формированию накопительной составляющей пенсии работника с помощью инструментов страхового и пенсионного

секторов национальных финансовых рынков. Основой обязательных и добровольных накопительных долгосрочных финансовых продуктов (услуг) было участие работника на протяжении всей трудовой деятельности в накопительных схемах автономных пенсионных фондов и накопительных страховых программах с участием клиента в инвестиционном доходе страховщика [42, с.149-157].

Для обслуживания накопительных пенсионных планов активно создавались корпоративные пенсионные фонды и страховые корпорации по страхованию жизни, инвестировавшие аккумулируемые средства в различные финансовые инструменты. За последние 15 лет значимость пенсионных фондов и страховых корпораций в экономиках мира существенно увеличилась. (табл. 3.1).

Таблица 3.1 — Активы пенсионных фондов и страховых корпораций, в % к ВВП. Межстрановое сопоставление, 2014 г.

Страна	Активы автономных пенсионных фондов	Активы страховых корпораций
Австралия	119,6	30,2
Бразилия	10,0	10,6 <sup>1</sup>
Великобритания	111,9	99,0 <sup>2</sup>
Германия	16,2	64
Ирландия	56,1	129,5
Италия	2,8	42,8
Китай <sup>3</sup>	0,9	13,2
Люксембург	2,4	332,6 <sup>4</sup>
Мексика	15,2	6,0
Нидерланды	184,6	72,9
Польша	8,8 <sup>3</sup>	10,6
<b>Российская Федерация</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>
США	121,2	45,0
Франция	6,2	112,5
Чехия	7,8	12,4
Чили	66,4	18,4
Швейцария	118,7	89,0
Швеция	25,7	99,1
Ю. Корея	39,1	62,1
Япония	66,7	92,7

Данные на конец 2013 г., в 2005 г. активы составляли 6,2 % от ВВП. 2.Только СК по страхованию жизни. 3.С 2005 г. рост доли активов в ВВП ПФ и СК составил более 100%. 4.Рост доли активов в ВВП с 2008 г. составил более 40%.

В некоторых странах активы ПФ превышают объем соответствующего ВВП почти 1,5 раза. Так, в Нидерландах активы пенсионных фондов превышают 180% от ВВП страны; в США, Великобритании, Швейцарии, Австралии их относительная величина превысила отметку в 100%. На этом фоне российский показатель в 2,8 % выглядит скромно. Активы страховщиков превышают или близки к 100% ВВП в Люксембурге, Франции, Ирландии, Швеции, Японии, Великобритании. Кроме того, динамика роста активов этих секторов показывает все увеличивающуюся роль в мировой экономике и суммарно превышает 60 трлн долл.

Мы видим по данным тех стран, которые удалось получить из открытых источников, что государство пересматривает отношение к управлению риском бедности в старости и частично перекладывает заботу о благополучии в пенсионном возрасте на самого пенсионера. На эту тенденцию указывает, прежде всего, все возрастающая роль личных пенсионных планов в экономиках как развитых стран, так и стран с развивающимися рынками. В таких Европейских странах, как Словакия, Чехия, Эстония активы негосударственных пенсионных фондов за период реформ выросли практически с нуля до почти 10% от ВВП, что говорит об активном развитии систем негосударственного пенсионного обеспечения. Особняком стоит Польша, где в 2014 г. произошла деприватизация накопительной пенсионной системы, а пенсионные фонды должны были 50 % активов перевести в государственный пенсионный фонд в солидарную систему.

Изменяется и структура государственных пенсионных систем: все больше пенсионных планов финансируются посредством автономных пенсионных фондов, пенсионных страховых контрактов, аннуитетов, иных активов, управляемых банками, страховщиками и инвестиционными компаниями. Они могут быть привязаны как к месту работы (корпоративные пенсионные планы), так и финансироваться самостоятельно индивидуумами

(личные пенсионные планы). Отметим, что доля резервов в активах характеризует отношение каждой компании к принятию рисков по страховым портфелям на собственный капитал, что в современных условиях приобретает особое значение.

Финансовые активы страховых корпораций в Еврозоне в 2013 г. составляли 77% (6,1 млрд евро) от общих (СК+ПФ), а пенсионных фондов только 1,8 млрд евро. В 2015 г. доля активов пенсионных фондов в общей сумме увеличилась на 1% и составила 2,2 млрд евро, страховщики снизили долю в общем объеме активов до 76 %, что говорит об увеличивающейся значимости пенсионных схем. За тот же период страховые резервы, являющиеся основным источником пассивов СК и ПФ увеличились с 7,52 млрд евро до 7,58 млрд евро.

В 2014 г., несмотря на кризис, доля активов пенсионных фондов по отношению к ВВП практически во всех странах продолжала увеличиваться. В Нидерландах был зафиксирован абсолютный рекорд – 159,3 %. Отметим также тот факт, что доля работающего населения, участвующего в накопительных пенсионных планах, достаточно высока (см. табл. 3.2). В Великобритании, например, в обязательной накопительной системе, участвует более 52% населения, а в добровольные пенсионные планы включено 68% населения. В РФ также относительно высока доля (около 22%) работающего населения, участвующего в накопительной системе, что говорит о возможном потенциале ее развития.

Таблица 3.2 – Доля и характеристики работающего населения, участвующего в пенсионных планах

Страна	Солидарная часть	Обязательная накопительная, основанная на аккумулировании пенсионных прав	Добровольные накопительные пенсионные планы	Индекс устойчивости пенсионной системы, 2014*
Франция	Универсальная (все работающее население)	0,25 % (добровольная универсальная система)	39% (самозанятые, частный сектор бизнеса, молодое поколение)	6



Нидерланды	Универсальная (государственная универсальная система)	Универсальная (все работающее население)	47% (молодое поколение мужчин с высокими доходами)	5
Великобритания	Универсальная (все работающее население)	52 % от работающего населения со средними или высокими доходами, госслужащие, женщины среднего возраста	68% работающего населения, высокий доход, частный сектор, мужчины	10
Норвегия	Универсальная (все работающее население)	Универсальная для госслужащих	42%	4
США	Универсальная (все работающее население)	33%	75% работающего населения, высокий доход, частный сектор, мужчины	8
Россия	Универсальная (все работающее население)	22 % от числа лиц, у которых формируются пенсионные накопления <sup>89</sup>	5 % (работники крупных добывающих компаний, доход выше среднего)	14
Чехия	Универсальная (все работающее население)	Отменена	3%	21
Польша	Универсальная (все работающее население)	Частично национализирована	5%	22

Расчеты автора и данные по: <http://www.pfrf.ru/opendata/>;  
<http://www.allianz.ru/upload/iblock/960/960d4c19f5004413d9afec71e085328a.pdf>;  
[http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/finance-and-investment/oecd-pensions-outlook-2014\\_9789264222687-en#page103](http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/finance-and-investment/oecd-pensions-outlook-2014_9789264222687-en#page103); Finance Act (FA) 2004. Part 4. URL:  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/385065/TIIN\\_8130\\_2140.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/385065/TIIN_8130_2140.pdf)

\*по версии Allianz (PSI) <http://www.allianz.ru/ru/moscow/press/news/article17899831>

Позиция в рейтинге (индекс устойчивости пенсионной системы) обозначает способность справиться с существующими демографическими тенденциями в долгосрочной перспективе.

Стоит обратить внимание и на распределение самых значительных пенсионных фондов в мире (табл. 3.3).

<sup>89</sup> Моложе 1967 г.р.

Таблица 3.3 – Крупнейшие в мире пенсионные фонды, млн долл.

Наименование фонда	2007	2015	Тип фонда	Страна	Общие активы 2007	Общие активы 2015
Government Investment	1	1	Национальный	Japan	1315,071	1143,838
Government Pension Fund Global	2	2	Национальный	Norway	475,859	884,031
National Pension	4	3	Национальный	Republic of Korea	234,946	429,794
Federal Retirement Thrift	5	4	Фонд госслужащих	USA	234,404	422,200
ABP	3	5	Фонд госслужащих	Netherlands	299,873	418,745
California Public Employees	6	6	— " —	USA	198,765	296,744
National Social Security	14	7	Частный	China	113,716	247,361
Canada Pension	12	8	Национальный	Canada	122,067	228,431
PFZW	10	9	Частный	Netherlands	123,390	215,006
Central Provident Fund	11	10	Национальный	Singapore	122,497	207,872
Local Government Officials	7	11	— " —	Japan	164,510	194,696
California State Teachers	8	12	— " —	USA	130,461	186,954

Составлено автором по: Nomura Institute of Capital Markets Research, based on data from Pensions & Investments. URL: <http://www.tcf.or.jp/data> (дата обращения: 13.09.2016).

При анализе списка по странам мира крупнейших пенсионных фондов несложно заметить, что в 2007 г. семь из них были американские, три – японские, причем национальный японский пенсионный фонд Government Pension Investment, занимающий первое в мире место по общим активам (более 1,3 млрд долл.), более чем втрое опережал второй по величине пенсионный фонд Норвегии – Government Pension Fund Global. В 2015 г. в рейтинге появился Китайский фонд National Social Security, вытеснив один из американских. Китайский фонд National Social Security, был основан лишь

в 2000 г. В 2007 г. он занимал 14-е место в рейтинге, а в 2015 г. попал в топ-10. Цель создания этого фонда – аккумуляция средств по страховым выплатам на дожитие. Его активы за чуть более 10 лет с момента основания выросли в десятки раз, и он вошел в первую десятку крупнейших пенсионных фондов мира. И все же лидерами на протяжении уже более 10 остаются норвежские и японские фонды. Общим для Японии и Норвегии является то, что их пенсионные фонды являются резервными и активно инвестируют на открытом рынке. Для сравнения укажем, что активы пенсионного фонда РФ в 2012 г., согласно данным годового отчета ПФР за 2012 г., составили 5890,4 млрд руб. (184 млн долл.).<sup>90</sup>

Пенсионные фонды, выполняя функции институционального инвестора, становятся ведущими игроками на мировом финансовом рынке. Структура инвестиционного портфеля крупнейших пенсионных фондов высоко диверсифицирована и включает максимальное количество разнообразных активов, доступных на финансовом рынке. В числе этих активов: во-первых, денежные высоколиквидные обязательства; во-вторых, облигации (в развитых странах до 33% от пенсионного портфеля фондов, по данным на 2011 г. было вложено в облигации); в-третьих, акции (ПФ, работающие по схемам DC (с фиксированными взносами), около трети активов вкладывают в этот инструмент); в-четвертых, фьючерсы и опционы. Эти инструменты в основном используются фондами для страхования финансовых рисков. Японские исследователи С. Ким, Й. Чой и др. (Kim S., Choi Y.) [299, pp.1-7] провели эмпирический анализ инвестиций двух типов: внутренних инвестиций (финансируемых из долгосрочных внутренних сбережений) и глобальных инвестиций (финансируемых из долгосрочных международных сбережений) в странах восточной Азии. По результатам анализа на основе методов панельной регрессии они выявили, что, не смотря на большой объем глобального движения капитала, в странах восточной

---

<sup>90</sup> ПФР РФ. Годовой отчет. 2012 г. URL: [http://www.pfrf.ru/advert\\_materials/20947.html](http://www.pfrf.ru/advert_materials/20947.html)

Азии и в Японии основным драйвером роста внутренних инвестиций являются внутренние региональные сбережения.

В Великобритании структура активов ПФ и их величина показывают важность пенсионной системы в экономике (см. рис.3.5)

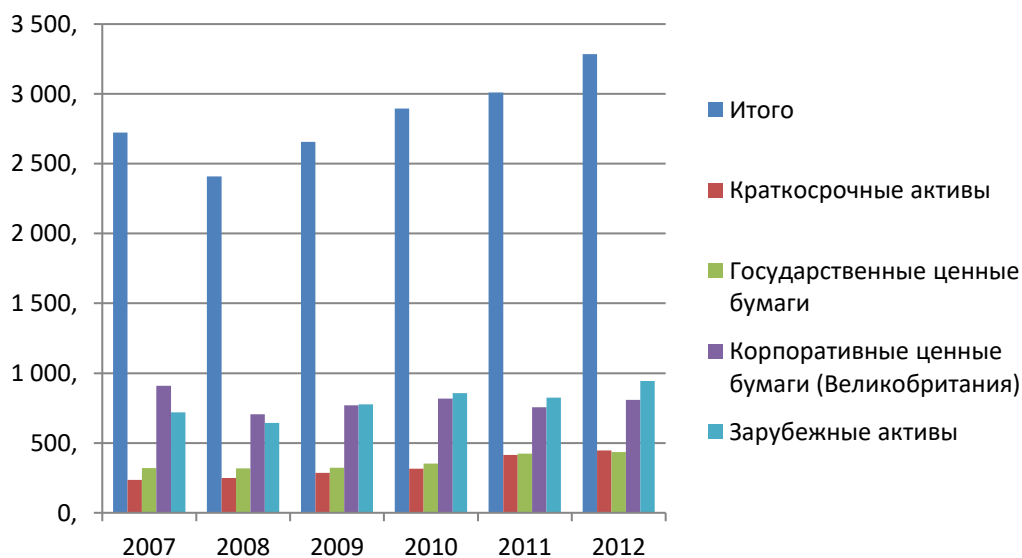


Рисунок 3.5 – Активы пенсионных фондов, страховых корпораций и трастов в Великобритании, по типу актива, 2007 - 2012 гг. (в млн фунтов)

Примечание: по рыночной стоимости активов.

Составлено по: statista.com

Наибольшую долю в активах ПФ Великобритании занимают зарубежные активы и корпоративные национальные ценные бумаги, при этом динамика объемных показателей, не смотря на кризис, положительная. Отметим, что будет очень важным и интересным проследить данную динамику после выхода Великобритании из Евросоюза.

Привлечение долгосрочных вложений, коими являются резервы СК и ПФ, уменьшают вероятность возникновения разрывов в финансировании долгосрочных национальных и международных инвестиционных проектов, что, несомненно, весьма благоприятно для экономики. Об объеме инвестиций автономных пенсионных фондов можно судить по статистике ОЭСР. За период с 2003 г. по 2013 г. прирост общего объема инвестиций составил почти 100%, причем в кризисные 2007-2013 гг. рост составил более 64%. Лидером с большим отрывом является США (рис 3.6).

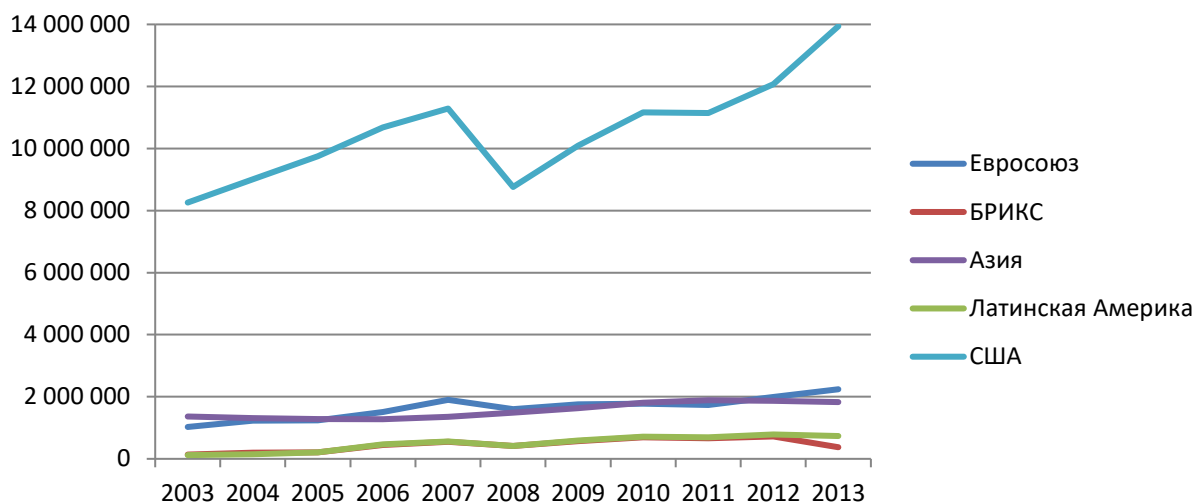


Рисунок 3.6 – Динамика инвестиций автономных пенсионных фондов в некоторых регионах и странах мира, 2003-2013, млн долл.

Составлено по: Pension Markets in Focus. OECD. 2014. Issue 7. URL: [www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets) [Электронный ресурс] (дата обращения 26.06.2016) [340]

В качестве одной из системно значимых функций страховых корпораций и пенсионных фондов выступает работа в качестве институционального инвестора. Аккумулируя значительные фонды денежных средств, фирма получает в свое распоряжение огромные финансовые ресурсы по крайне низким процентным ставкам. Широта регионального охвата инвестиционной деятельности пенсионных фондов и страховых корпораций оказывает влияние на уровень риска ведения дела. Инвестиции ПФ на внутренних национальных финансовых рынках имеют тенденцию к снижению в течение длительного периода времени [363]. На страховом сегменте рынка ЕС страховщики по страхованию иному, чем страхование жизни, наоборот, наращивают именно внутренние инвестиционные потоки (см. рис 3.7). Страховые корпорации по страхованию жизни придерживаются более диверсифицированных инвестиционных стратегий, схожих с пенсионными фондами, так как при осуществлении страховых операций по страхованию жизни инвестирование является критическим фактором создания конкурентоспособности предоставляемого продукта, при этом обычное

перераспределение страхового фонда между выжившими лицами не в состоянии конкурировать с банковскими вкладами.



Рисунок 3.7 – Динамика инвестиций страховых корпораций ЕС на внутреннем рынке 2004-2014 гг., млн евро

Составлено автором по: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=42413#> (дата обращения 22.10.2016).

Вложение активов в те или иные инструменты финансового рынка зависит от множества факторов, среди которых ведущими являются рыночные тренды, регулирование, склонность к риску, или «риск-аппетит», политика ответственности институционального инвестора, культурные различия (например, использование специальных одобренных для инвестирования в мусульманских странах фондов Сукук), налоговый режим и наличие финансовых инструментов на домашнем рынке инвестора. Не в последнюю очередь оказывает влияние на ситуацию и то, что в большинстве развитых стран функция институционального инвестора рассматривается в качестве социальной, что накладывает на корпорации соответствующие дополнительные обязательства.

В последнее десятилетие в долгосрочном инвестиционном поведении институциональных инвесторов наметились изменения в сторону уменьшения вложения средств в акции с одновременной переориентацией в сторону альтернативных финансовых инструментов (инфраструктурные инвестиции и инвестиции в «зеленые», т. е. в новые, более рискованные

проекты). Некоторые страны, например, КНР, проводит целенаправленную политику по привлечению инвестиций ПФ и СК в энергетический сектор (строительство газопроводов для транспортировки газа) для нужд народного хозяйства в отдаленные и центральные районы страны и перехода от угля как основного энергоносителя на природный газ [72]. Тем самым решается два важных вопроса: во-первых, снижение выбросов в атмосферу и улучшение экологической составляющей в стране, во-вторых, в условиях низких цен на энергоресурсы природный газ, импортируемый из РФ, позволяет снизить издержки производителей и потребителей.

### **3.2. Общие подходы к классификации пенсионных систем**

Если в первой половине XX в. доминировала позиция, в соответствии с которой члены общества солидарно несут ответственность за заботу друг о друге в старости, то в последние 20 лет социальные отношения стали трактоваться более индивидуалистически [75]. Индивидуализация сместила акценты от коллективной ответственности за престарелое население к частной. В результате регулирующие государственные и общественные институты перестали требовать от бизнеса повышения благосостояния работников и увеличения налогообложения в целях оказания гражданам социальной поддержки.

Новые вызовы, обусловленные демографическими переменами, распространением либеральных установок в массовом сознании, глобализацией, информатизацией, перемещением производств в страны с дешевой рабочей силой и т. п., привели на переломе XX–XXI вв., по существу, к пересмотру взглядов на принципы организации систем

социального страхования и пенсионных систем. Существующие пропорции распределения затрат на население в трудоспособном возрасте и пожилых граждан перестают восприниматься как незыблемые: все чаще говорится об их изменении в пользу работающих. Изменение возрастной структуры населения перераспределяет демографическую нагрузку по странам, что продемонстрировано на рис. 3.8. Во всех без исключения странах этот показатель изменится в сторону его увеличения, т. е. доля трудоспособного населения будет уменьшаться. Наиболее интенсивно стареющие страны – Германия, Греция, Италия, Испания, Португалия, Южная Корея, где на одного пенсионера придется всего около 1,5 работающего. Конечно, никакая пенсионная система не выдержит такой нагрузки. В России также с имеющегося уровня в 4,9 рассматриваемый коэффициент снизится до 2,3, что, однако чуть выше, чем в среднем по странам ОЭСР.

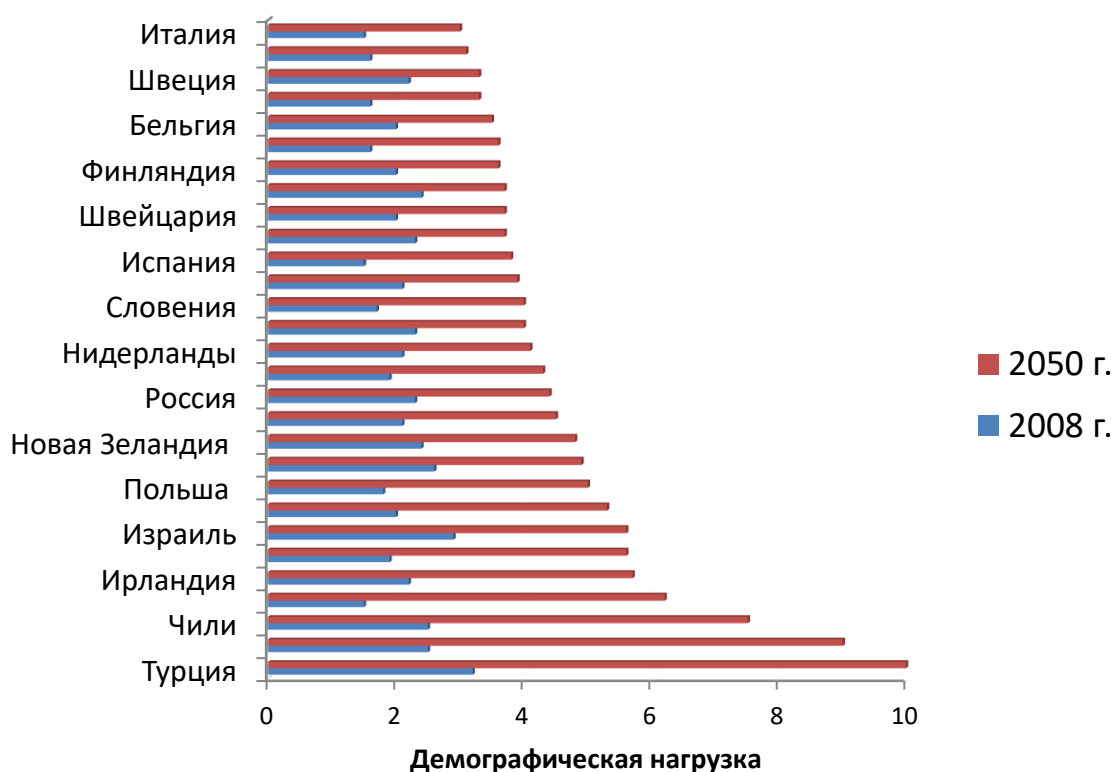


Рисунок 3.8 – Демографическая нагрузка в странах ОЭСР в 2008 и 2050 гг.  
 Составлено по: OECD. Society at a Glance, 2011. OECD Social Indicators. URL: <http://www.oecd.org/daf/pensions/gps> [340].  
 Примечание. Демографическая нагрузка определяется как отношение численности населения в возрасте 65 лет и старше к численности населения в возрасте 15–64 лет.



Важнейшим вопросом в области социально-экономической политики государства является обеспечение дохода населения в преклонном возрасте. Однако со стороны социальных агентов как уже отмечалось выше, в современном обществе доминируют индивидуалистические идеи конкуренции, ответственности за свою судьбу, успешности карьеры. Это приводит к тому, что наличие высокого достатка не повышает планки социальной ответственности гражданина, а расширяет власть и возможности дальнейшего потребления. В таких условиях нет необходимости и не является приоритетным для домохозяйств участие в долгосрочных накопительных схемах, так как это уменьшает их текущее потребление. В условиях кризиса рост зарплат также стагнирует и не позволяет задумываться о долгосрочных вложениях. Анализ роста заработной платы с начала кризиса 2007 г. по странам Европы, условно поделенным на имеющие «высокий» или «низкий» уровень экономического роста, показывает (рис. 3.9), что медианно до кризиса происходил заметный прирост заработной платы, а в кризисные годы этот тренд перешел в плавную линию, приблизительно 90% от достигнутого предкризисного уровня.

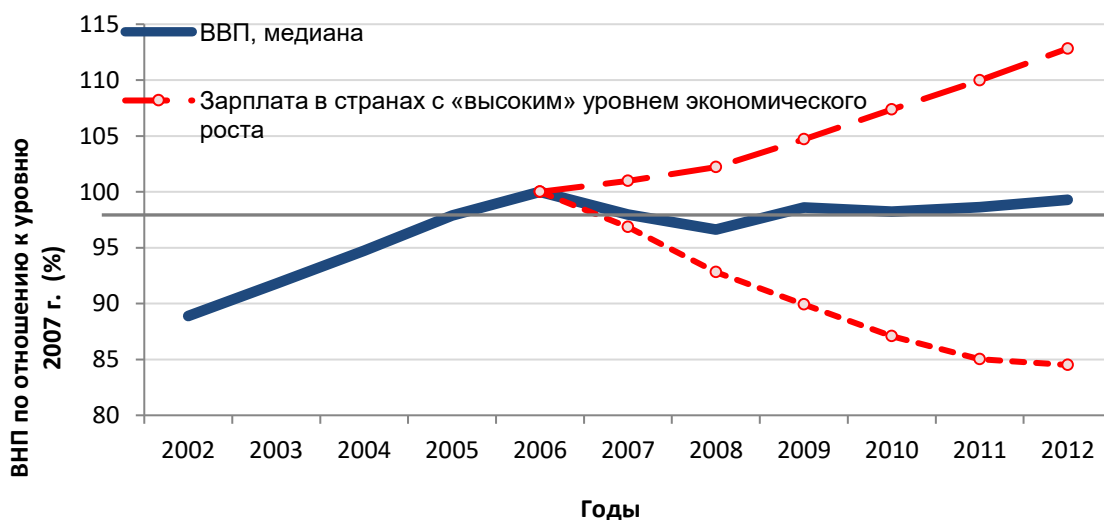


Рисунок 3.9 – Динамика заработной платы и экономического роста ( в %) в странах ОЭСР в 2002–2012 гг.

Составлено по: Society at a Glance. OECD. 2014. URL: <http://www.oecd.org/economy/outlook/economicoutlook.htm>

Если эти же страны классифицировать по темпам роста ВВП начиная с того же 2007 г., то мы увидим совсем другую картину: в странах с «высоким» экономическим ростом (Австрия, Канада, Чили, Германия, Новая Зеландия, Норвегия, Швеция, Швейцария) рост заработной платы несмотря на кризис продолжался теми же темпами в отличие от стран с «низким уровнем» экономического роста (Эстония, Греция, Венгрия, Исландия, Ирландия, Италия, Словения, Испания), где наблюдается противоположная тенденция. В последних кризис ощущается в полном объеме, а заработная плата имеет тенденцию к постоянному снижению и составляет на сегодняшний день не более 85% от существовавшей в начале кризиса. В социально ориентированном государстве поддержка пожилого населения осуществляется в самых разнообразных формах, а именно в виде:

- поддержки со стороны работающих членов семьи;
- возможности продолжения трудовой деятельности после достижения пенсионного возраста;
- использования личных сбережений;
- применения механизмов личного страхования;
- приобретения прав на получение пенсий в рамках системы страхования или негосударственного пенсионного обеспечения.

Две последние составляющие и являются основой современных систем пенсионного обеспечения. По своей экономической сущности пенсионное обеспечение выражает согласование финансовых интересов нетрудоспособных членов общества с остальной его частью, создающей материальные блага. Понятие «пенсионное обеспечение»<sup>91</sup> можно рассматривать также в различных аспектах.

---

<sup>91</sup> Следует добавить, что понятие пенсионного обеспечения не является тождественно значимым понятию пенсионной системы. Если речь идет о пенсионной системе, имеется в виду система, которая функционирует в каком-либо государстве. Соответственно, при определении понятия «пенсионная система» необходимо добавлять «государство», где функционирует такая система (например, пенсионная система России). Пенсионная система государства — это экономический механизм страхования гарантированного и стабильного уровня жизни людей пожилого возраста и лиц, потерявших трудоспособность. Функционирование этой системы осуществляется через государственные механизмы регулирования.

1. С юридической точки зрения пенсионное обеспечение является отраслью законодательства, которая регулирует взаимоотношения по содержанию нетрудоспособных членов общества.

2. В социальном аспекте пенсионная система является системой поддержки нетрудоспособных членов общества (в силу возраста, здоровья и т.п.) трудоспособным населением.

3. В экономическом аспекте пенсионное обеспечение – часть национального дохода, используемого на потребление в целях содержания нетрудоспособных членов общества [87].

Такой подход построения социального государства соответствует постиндустриальному пониманию роли семьи в заботе о старшем поколении и снимает с института семьи эту задачу. Государственное вмешательство позволяет также существенно снизить уровень бедности в пожилом возрасте, связанный с тем, что люди в молодом и среднем возрасте недоучитывают риски бедности в старости. Именно поэтому пенсионная система является необходимым институтом развитого государства, а ее устройству и функционированию уделяется столько внимания. Обязательные пенсионные программы сейчас действуют практически во всех государствах мира. Оптимальное устройство пенсионной системы найти сложно, оно зависит от внутренних демографических и экономических характеристик страны, от задач, которые ставит перед собой государство, от развитости других институтов. Однако можно выявить некоторые общие тенденции.

Все существующие сегодня пенсионные системы в мире сформировались на протяжении прошлого века, когда превалировала позиция передачи управления *риском бедности в старости* с индивидуального на общественный уровень [131, pp. 158-169]. Иными словами, из-за провалов рынка и отрицательных внешних эффектов риск бедности в старости рассматривался государством как один из важнейших социальных рисков [128]. По такой логике отрицательные внешние эффекты оправдывали вторжение в частную жизнь индивида, а появление института

пенсионного обеспечения, основанного на принципах объединения риска и солидарности поколений, являлось хорошим методом управления им. Государственная пенсионная система была нацелена на управление, организацию и перераспределение ресурсов между поколениями таким образом, чтобы нивелировать индивидуальный риск бедности после наступления пенсионного возраста индивидуума [226]. Это, с одной стороны, обеспечение прожиточного минимума пенсионера выше порога бедности, с другой – поддержание приемлемого уровня потребления и уровня жизни. Снижение уровня жизни на пенсии может происходить по разным причинам. Первая – принятие неправильных решений или переоценка своих возможностей в период трудовой деятельности. Большинство людей не могут самостоятельно спланировать сбережения, адекватные для пенсионного периода, из-за нехватки денежных средств; другие более нацелены на текущее потребление, чем на длительное накопление. Вторая причина – внешние политические, макроэкономические, демографические и иные шоки, которые могут повлиять на сохранность денежных средств. Все это сформировало необходимость разработки пенсионных схем с обязательным участием работающего населения (иными словами налогоплательщиков), что обеспечивало распределение рисков бедности среди всего работающего населения и гарантировало как минимум обеспечение на уровне прожиточного минимума пенсионера. Однако в изменившихся в конце прошлого века условиях пенсионные схемы, основанные на солидарности поколений не выдержали испытания демографическими проблемами, в дополнение к этому появились угрозы манипулирования «социальными» деньгами в политических целях. В изменившихся в конце прошлого века условиях пенсионные схемы, основанные на солидарности поколений, не выдержали испытания глобализацией, демографическими проблемами, низкими темпами экономического роста [64, с. 76-87].

Большую роль в обеспечении высокого коэффициента замещения стали играть обязательные накопительные и накопительные корпоративные

пенсионные планы, реализуемые работодателями в рамках обязательного пенсионного обеспечения и управления риском старости в бедности. В благоприятных условиях пенсионные фонды обеспечивали будущим пенсионерам хороший инвестиционный доход и, соответственно, будущую пенсию. Сегодня накопительная часть пенсии в развитых странах составляет не менее 50% от пенсии по обязательным государственным программам, основанным на принципе солидарности поколений, а число участников этих программ достигает в некоторых странах до 70 % работающего населения.

Представим различные классификации пенсионных систем, для анализа траекторий их реформирования. Некоторые исследователи (Г. Боноли, Дж. Майлз и П. Пирсон [141, pp.399-416; 257] (Bonoli G., Myles J., Pierson P.) в ходе анализа пенсионных реформ в разных странах мирового хозяйства предлагают классифицировать пенсионные системы на основе дихотомии Бисмарк-Беверидж<sup>92</sup>, делая упор на институциональных различиях. Такая классификация достаточно расплывчата, так как в чистом виде ни одна из пенсионных систем не может быть отнесена ни к модели Бисмарка (формирование пенсионных прав на основе трудового стажа и заработной платы), ни к модели Бевериджа (в основе единого универсального государственного пособия, уравнивающего доход в пенсионном возрасте).

Всемирному банку принадлежит универсальная классификация (табл. 3.4), в которой предложено пять ступеней пенсионного обеспечения: 0-я ступень – социальные пенсии и выплаты финансируются из налоговых поступлений; 1-я ступень – распределительная, при которой выплаты производятся за счет обязательного страхования; 2-я ступень – обязательная накопительная, когда выплаты финансируются накопленными работниками

---

<sup>92</sup>Особенностью немецкой пенсионной модели, введенной Отто фон Бисмарком, был широкий охват населения, пенсионные права формировались на основе предыдущего вклада работника (трудового стажа) и его заработной платы. В основе модели были накопительные схемы и принцип компенсации части утраченного заработка. Однако из-за Второй Мировой войны были потеряны практически все накопления, произошло массовое обнищание населения, что повлияло на быстрое распространение идей У. Бевериджа по созданию универсальной пенсионной системы, в основе которой лежал принцип предотвращения бедности через всеобщее участие граждан и равные одинаковые выплаты. Основанием для выплат выступало достижение некоторого возраста.

средствами на счетах автономных (негосударственных) пенсионных фондов или страховых организаций; 3-я ступень – накопительная добровольная; 4-я ступень – неформальная поддержка семьи.

Таблица 3.4 – Классификация пенсионного обеспечения по уровням (методика Всемирного банка)

Уровни (ступени пенсионного обеспечения)	Расчет взносов и выплат	Примечание
0-й уровень (социальные пенсии)	Выплаты устанавливаются государством, финансируются из налогов	Почти 80 стран мира
1-й уровень (распределительная система)	Установленные выплаты	Обязательная государственная система страхования введена во многих странах
2-й и 3-й уровни (накопительная система)	Установленные выплаты	Обязательна (2-й уровень) в Австралии, Нидерландах, Чили и ряде стран Восточной Европы. Обычно частная. Чаще всего добровольная (3-й уровень)
	Фиксированные взносы	Обычно добровольная (3-й уровень) и частная
4-й уровень (нефинансовая поддержка)	–	Неформальная поддержка семьи

На основе этой классификации можно выделить следующие модели пенсионных систем [125]:

По механизму финансирования:

- Солидарные (часто используемая аббревиатура PayGo, нефондируемые);
- Накопительные (фондируемые).

По правилам начисления выплат:

- модель с установленными выплатами (DB, или defined benefit);
- моделью с установленными взносами (DC, или defined contribution).

- условно-накопительная модель (NDC, Notional Defined Contribution), включающая элементы распределительной системы и схем с установленными взносами.

К основным составляющим, которые определяют дизайн современной системы пенсионного обеспечения, относятся: источники и механизм финансирования; определение круга участников системы, имеющих возможность приобрести право на получение выплат; перечень квалификационных требований к участникам; виды предоставляемых системой выплат и степень привлечения негосударственных организаций к управлению пенсионным обеспечением. Рассмотрим более подробно некоторые из названных элементов.

*По механизму финансирования.* Финансирование систем социального страхования и пенсионного обеспечения может осуществляться из трех основных источников, а именно:

- налогов с фонда оплаты труда;
- обязательных взносов;
- общих налоговых поступлений в государственный бюджет.

Налоги с фонда оплаты труда устанавливаются как процент от уровня заработной платы. Обычно ответственность за уплату таких налогов в государственный бюджет распределяется между работником и работодателем. В некоторых системах самозанятые имеют право делать соответствующие отчисления самостоятельно<sup>93</sup>. В отличие от налогов с фонда оплаты труда, размер обязательных взносов не всегда привязан к уровню дохода, а сами взносы могут перечисляться частным организациям, обеспечивающим услуги по социальному страхованию. В большинстве случаев налоги с фонда оплаты труда и обязательные взносы являются целевыми источниками финансирования социального страхования, в то

---

<sup>93</sup> В России таким налогом до 2010 г. являлся единый социальный налог. В 2008 г. он составлял 26% от фонда оплаты труда (отметим, что данный налог в связи с системным мировым финансовым кризисом и в рамках общего реформирования системы налогообложения в РФ к 2010 г. был заменен на систему страховых выплат). С 2010 г. применяется страховой взнос; с 2012 г. он составил 30% от ФОТ.

время как общие налоговые поступления не имеют целевого предназначения и могут направляться на определенные нужды по усмотрению правительства.

*Механизм финансирования.* Финансирование пенсионной системы может осуществляться на основе распределительного или накопительного механизма. В *распределительных* пенсионных системах (*unfunded pension system, pay-as-you-go, PAYGO*) выплаты пенсий финансируются за счет текущих налоговых поступлений. Система основывается на равенстве выплат и поступлений в каждый период. При постоянной структуре населения такая система может функционировать с соблюдением принципа эквивалентности. В *накопительных* пенсионных системах (*funded pension system*) производится сбережение и инвестирование денежных средств, вносимых представителями каждого поколения; в результате пенсии выплачиваются за счет накопленных фондом средств. Рассмотрим классификацию пенсионных схем по условиям финансирования (см. рис. 3.10).

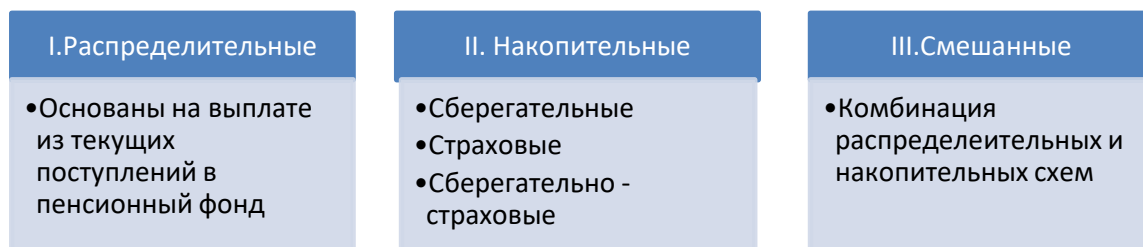


Рисунок 3.10 — Классификация пенсионных схем по условиям финансирования  
Составлено автором

Распределительные схемы характерны для периода становления пенсионных систем и относительного демографического благополучия, так как они работают на пирамидальном принципе: работающих больше, чем получающих пенсию. В РФ по такой схеме Пенсионным фондом России финансируется фиксированный базовый размер пенсии (ФБР). В накопительных схемах выделяют сберегательные и страховые, которые разнятся по методам расчетов пенсионных обязательств: в сберегательных не учитывается вероятность дожития, в страховых — учитывается.



Сберегательно-страховые схемы являются комбинацией двух первых: на этапе накопления применяется сберегательная схема, на этапе выплат пенсий – страховая [94].

С политической точки зрения проще всего внедрить распределительную пенсионную систему, поскольку она наиболее выгодна поколению занятых или наиболее активных избирателей. На начальном этапе функционирования распределительной системы взносы работающего населения должны обеспечивать только текущие пенсионные выплаты, в то время как в системе накопительной работающее население должно финансировать еще и создание резервов для выплаты своих собственных пенсий. Если соотношение между работающим населением и пенсионерами в обществе примерно постоянное, распределительная система работает хорошо и просто перераспределяет доход между работающими и пенсионерами, основываясь на жизненном цикле отдельного индивида. Однако в случае изменения демографических или экономических условий, что и происходит сейчас в мире, распределительная система приводит к трансфертам между поколениями. Современные вызовы меняют фундаментальные представления о направлениях развития пенсионных систем и вынуждают государства начинать болезненный процесс реформирования.

Все проводимые в мире пенсионные реформы нацелены на построение накопительных моделей с определёнными взносами и условно-накопительных моделей, в которых присутствует возможность создать максимально индивидуализированную взаимосвязь взносов в систему с получаемыми впоследствии пенсионными выплатами.

Исторически распределительные системы возникли раньше, и они традиционно играют главную роль в обязательных программах. Так, в 2005 г. на выплаты по обязательным системам пенсионного страхования в странах ОЭСР в среднем направлялось 8,3% ВВП, из них почти 4/5 приходилось на выплаты по распределительным системам, тогда как на выплаты по

обязательным накопительным системам приходилось лишь чуть более пятой части всех выплат (что составляло 1,8% ВВП). Основную долю выплат в большинстве стран осуществляют обязательные государственные распределительные пенсионные системы.

В распределительно-ориентированных системах работник с заработной платой выше среднего имеет уровень замещения ниже, таким образом для низкооплачиваемого работника такая организация является более привлекательной, так как практически во всех странах именно низкооплачиваемый работник имеет более высокий коэффициент замещения, который в распределительных системах приобретает следующий вид:

$$K_{\text{зам}} = \frac{\text{Количество работающих}}{\text{Количество пенсионеров}} \times \text{ставка взноса (налога)} \quad (3.2)$$

Перенесение управления риском наступления старости на индивидуальный уровень (отказ от распределительных принципов) снижает вероятность политических рисков и демографических проблем, но отражается на увеличении риска трудовой деятельности. Низкая заработная плата, перерывы в трудовом стаже, неформальная занятость не позволяют сформировать достаточные пенсионные права и уменьшают благосостояние будущего пенсионера. Кризисные периоды в экономике, результирующие в низком экономическом росте, высокой инфляции и т.д. также снижают эффективность пенсионных накоплений. Дополнительно появляются риски недостаточного государственного регулирования пенсионного и страхового рынков. Но все эти риски реализуются на уровне индивидуума, что не портит общей картины пенсионной системы.

В рамках накопительной модели действуют пенсионные планы с определенными взносами или установленными выплатами (DC и DB),<sup>94</sup>

<sup>94</sup> Системы с установленными выплатами<sup>94</sup> (defined benefits или DB) — выплаты рассчитываются по заданной формуле (например, зависят от заработной платы в последние несколько лет, индексации); взносы идут как процент от заработной платы, устанавливаемый государством; системы с установленными взносами<sup>94</sup> (defined contributions или DC) — сумма взносов устанавливается в договоре и поступает на личный счет работника; выплаты вычисляются в зависимости от доходности вложений.

которые предполагают наличие связи между взносами и выплатами участников системы на индивидуальном уровне и не имеет ограничений по формированию пенсионных прав. В итоге приведенная стоимость ожидаемых пожизненных взносов должна равняться приведенной стоимости ожидаемых пожизненных выплат, что соответствует принципам финансовой эквивалентности и актуарным основам исчисления [62].

Добровольные пенсионные схемы (всегда накопительные) играют заметную роль только в наиболее развитых странах. Они считаются более устойчивыми к демографическим проблемам, а также выступают важной составляющей национального финансового рынка, являясь источником «длинных» внутренних инвестиций. Один из недостатков таких систем состоит в том, что они переносят финансовые риски на работника и в неблагоприятные для экономики периоды доходность в накопительных системах может быть очень волатильной. В случае частных накопительных систем работник может также столкнуться с риском выбора финансово неустойчивой компании, а также с необходимостью нести значительные операционные издержки.

Первоначально во многих странах, прежде всего в США, добровольные накопительные схемы были системами с фиксированными выплатами (DB). Причем распространенной практикой было то, что подобные схемы предлагались компаниями своим работникам в качестве дополнительных пенсий. Их недостаток – появление у компаний значительных финансовых рисков. Кроме того, работники оказывались «привязанными» к своему работодателю, и подвергались дополнительному риску в случае банкротства компаний. В последние годы в большинстве стран идет переход от систем с фиксированными выплатами к схемам с фиксированными взносами (DC). Это снижает финансовые риски компаний, частично перенося их на работника. Но, с другой стороны, в таких схемах пенсионные накопления работников не зависят от финансового состояния компаний, в которых они работают.

Накопительное финансирование может внедряться в самых разнообразных формах: от создания и инвестирования страховых резервов в рамках государственной системы до полной приватизации системы пенсионного обеспечения. Следует, однако, помнить, что переход к негосударственному пенсионному обеспечению связан с повышением риска неплатежеспособности отдельных элементов системы и приводит к необходимости усиленного государственного регулирования деятельности организаций, занятых негосударственным пенсионным обеспечением.

Вариацией DC модели формирования пенсионных прав являются комбинированные условно-накопительные схемы (NDC, Notional Defined Contribution), включающие элементы распределительной и схем с установленными взносами [144]. Пионерами развития этого направления стали Швеция, Польша и Латвия. Германия присоединилась позже, но достигла хороших результатов. В NDC-схемах пенсионные выплаты работника калькулируются на базе агрегатных индивидуальных взносов, переоцененных по текущей процентной ставке, зависящей от прироста ВВП, увеличения заработной платы или их комбинации. Следует заметить, что в отличие от классических накопительных схем взносы, учитываемые на индивидуальных счетах работников, не инвестируются, а индексируются по выбранному параметру (чаще всего это ежегодный прирост заработной платы). У работника формируется виртуальный счет NPW – «notional pension wealth» – условный пенсионный капитал, на котором суммируется его ежемесячный взнос или страховой / налоговый взнос работодателя (в зависимости от страны) в систему [124]. Для отдельного работника формула накопления условного пенсионного капитала выглядит следующим образом:

$$NPW_{t+1} = NPW_t (1+r_t^i) + T_t \quad (3.3)$$

где

$T$  - налог на заработную плату;

$r_t^i$  - норма доходности за период  $t$ .

При выходе на пенсию индивидуум получает аннуитет, базирующийся на накопленной стоимости условного пенсионного капитала (NPW) на момент назначения пенсионных выплат [261].

По мнению автора, условно-накопительные схемы являются хорошим компромиссом в период кризиса между схемами с определенными взносами и распределительными пенсионными схемами. Во-первых, в DC схемах риски адекватного финансирования системы полностью переносятся на будущего пенсионера; распределительные схемы, наоборот, переносят риск на государство. Кроме того, распределительные схемы жестко детерминированы демографическими, макроэкономическими и прочими параметрами. Компромисс позволяет рассредоточить риски на широкий круг участников и в результате снизить на каждого отдельного индивидуума. В условно-накопительных схемах индивидуальными рисками остаются риски низкой зарплаты, перерывов в трудовом стаже или досрочного его прекращения. Так как расчет выплат базируется на основании предыдущего вклада работника в систему (а не на основе имеющихся ресурсов в системе в момент выхода на пенсию), то существует вероятность риска возникновения разрыва в финансировании, который будет покрыт государством за счет работающего населения.

Финансовый кризис 2007 г. продемонстрировал, что в отсутствие необходимых мер по защите дохода и программ социального обеспечения именно пожилые люди становятся чрезвычайно уязвимыми при значительном падении ВВП, сокращении размеров заработной платы и росте безработицы. Однако и на сегодняшний день в 22 из 34 стран ОЭСР пенсионная система все еще имеет принципы распределительной и сможет при существующих условиях, по расчетам, обеспечить начинающих сейчас трудовую деятельность пенсиями, составляющими не менее 60% от их последней заработной платы при условии, что они выйдут на пенсию по достижении пенсионного возраста и имея полный трудовой стаж. И все же при наличии столь очевидных положительных сторон условно-

накопительных пенсионных схем у них имеются и недостатки, важнейшим из которых является отсутствие перераспределительных механизмов в рамках одного поколения в пользу наименее обеспеченных застрахованных – низкооплачиваемых неквалифицированных работников и инвалидов. Как отмечает Н. В. Ашмарина, условно накопительные пенсионные схемы дополняются другими пенсионными институтами, которые призваны обеспечивать гарантии минимального дохода лицам старшего возраста и инвалидам, как правило, за счет общих доходов бюджета [10].

Распределительные системы были созданы в 1950–1970-е гг. в относительно благоприятной демографической ситуации послевоенного бума деторождения и в современных условиях не справляются с последствиями общемировой тенденции к старению населения. Основным фактором глобальных изменений в пенсионных системах практически во всех странах мира стало увеличение продолжительности жизни людей (см. рис. 3.11). Старение населения приведет также и к уменьшению предложения на рынке труда и уменьшению темпов экономического роста.

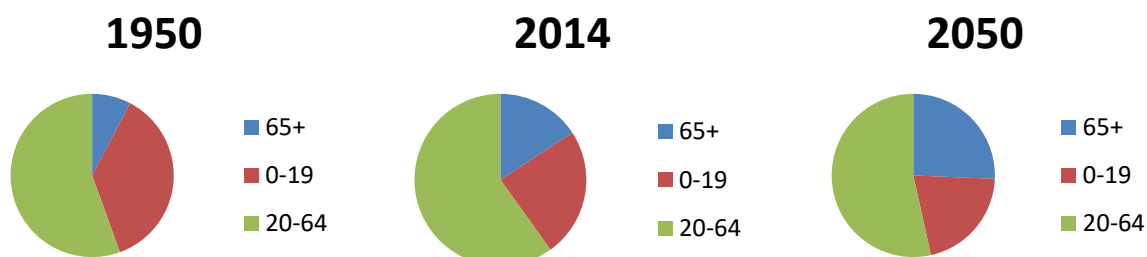


Рисунок 3.11 – Изменение возрастной структуры населения в мире, 1950–2050 гг.

Составлено по: United Nations, World Population Prospects. 2015 Revision.

Продолжительность жизни в по странам растет примерно одинаково, но демографическая ситуация сильно различается. В отличие от большинства стран Европы и от Японии, где уже в текущем десятилетии трудоспособное население сократится (в Западной Европе – в среднем на 0,3%, а в Японии – на 0,7% в год), в США, благодаря гораздо более высокой рождаемости, оно будет слегка расти. В результате в Америке трудоспособного населения

будет больше, чем в Европе. По прогнозу ООН, к 2020 г. население в возрасте 65 лет и старше составит 60% от трудоспособного населения Германии и 62% – Италии, а в США доля пожилых приблизится только к 35%. В Китае же из-за политики «одного ребенка» возникли резкие диспропорции, которые приведут к значительному количеству пожилых и очень низкому проценту трудоспособного населения.

При сохранении имеющейся тенденции в демографических процессах Россия по темпам снижения населения в трудоспособном возрасте через 15–20 лет окажется в первой десятке стран мира. Следует, однако заметить, что в нашей стране структура пожилого населения иная чем в развитых странах: происходит рост числа так называемых молодых пенсионеров, в то время как, например, в Японии, Германии, Франции преобладают пенсионеры более пожилого возраста и увеличивается доля населения старше 80 лет. По показателю ожидаемой продолжительности жизни для людей в возрасте 60 лет Россия отстает от европейских стран в среднем на 6 лет, а от Японии на 8 лет (В РФ, Европе и Японии данная величина составляет 17 лет, 23 года и 25 лет соответственно). Из-за специфики структуры пожилого населения наша страна оказывается в ближайшей перспективе в относительно «выгодном» положении, так как, по прогнозам международной организации ОЭСР, в 2050 г. доля россиян старше 80 лет составит около 7% от общей численности населения страны. В Японии этот показатель достигнет к 2050 г. 15% от общего населения. В Германии и Франции доля пожилого населения старше 80 лет в общем числе граждан пенсионного возраста составит около трети.

Еще один фактор, который может оказать существенное влияние на развитие демографических процессов и, следовательно, на пенсионные системы – это открытия в медицине, биологии и технике, которые способны привести к существенному увеличению продолжительности жизни до 99 и более лет. При таком сценарии необходимо понимать, что скорее всего нагрузка на пенсионные системы будет еще более увеличена.

Отметим, что современные прогнозы основаны на инерционном сценарии развития этих процессов, в результате которых рост расходов на пенсии составит к 2050 г. в среднем до 3% ВВП в развитых странах и около 2,2% ВВП – в развивающихся. При этом Россия находится в группе из 22 стран на 2-м месте, с ростом пенсионных расходов значительно выше среднего (рост прогнозируется на уровне 9% ВВП) [364].

Реформа государственных распределительных систем стоит на повестке дня в большинстве стран, и кризис придал ей лишь дополнительное ускорение. Так как распределительные системы основаны на налоговых платежах (страховых взносах) по социальному страхованию, то практически все государства в мире стоят перед выбором: либо увеличивать налоговые платежи (взносы) по социальному страхованию, либо сокращать государственные пенсии. Однако максимальные ставки в ведущих странах и сейчас находятся на достаточно высоком уровне (см. рис.3.12).

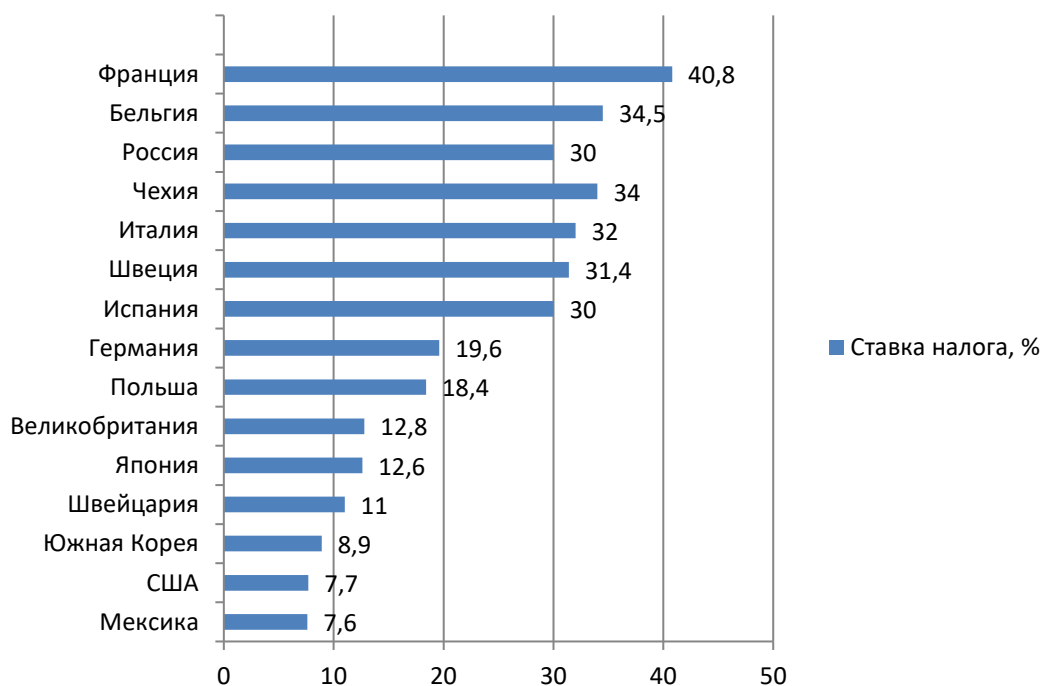


Рисунок 3.12 – Максимальная ставка социальных налогов и сборов с фонда оплаты труда, взимаемых с работодателей (2013 г.)

И с т о ч н и к: URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/12/54/34674402.xls>



В 1980–1990 гг. государственная политика многих развитых стран мира в области пенсионного обеспечения была основана на постепенном увеличении пенсионного возраста. Такая стратегия позволяла увеличивать численность трудоспособного населения и сокращать количество получателей пенсии. Это привело к тому, что в большинстве стран пенсионный возраст увеличился до 65–69 лет. Сегодня этот ресурс практически исчерпан, ведь поднимать пенсионный возраст становится проблематичным, так как после 70 лет большинство пенсионеров не могут выполнять трудовые функции из-за ограничений, связанных с медицинскими показаниями и пр. По данным Еврокомиссии, больше половины пенсионеров старше 80 лет в ЕС имеют хотя бы одно ограничение при выполнении жизненно важной функции. Как следствие, происходит увеличение расходов на социальные услуги, медицину, меняется и структура потребления пожилого населения с увеличением возраста. Влияние негативных демографических изменений можно смягчить в среднем на 47% за счет таких мер, как изменение пенсионного возраста и размера пенсионных выплат путем пересмотра правил назначения и индексации пенсий. Поэтому во многих странах в 2011 г. было принято решение увеличить пенсионный возраст: во Франции и Италии – до 67 лет, в Великобритании – до 68 лет, в Германии – до 67 лет и т. д. (см. табл. 3.5).

Таблица 3.5 – Пенсионный возраст и продолжительность жизни в разных странах до начала пенсионных реформ, 2011 г.

Страна	Пенсионный возраст, лет		Средняя продолжительность жизни, лет
	Мужчины	Женщины	
Япония	70	70	82,1
Дания	67	67	78,3
Норвегия	67	67	79,9
США	65	65	78,1
Германия	67	67	79,3
Канада	65	65	81,2
Испания	65	65	80,1
Швеция	65	65	80,9
Швейцария	65	64	80,9

Армения	65	63	72,7
Бельгия	65	62	79,2
Великобритания	68	60	79,0
Италия	67	65	80,2
Польша	65	60	75,6
Франция	67	65	81,0
Казахстан	63	58	67,9
Литва	62,5	58,5	74,9
Венгрия	62	62	73,4
Чехия	62	62	76,7
Азербайджан	62	57	66,7
Молдавия	62	57	70,8
Россия	60	55	66,0
Украина	60	55	68,6
Белоруссия	60	55	70,6
Узбекистан	60	55	72,0

По нашему мнению, изменение возраста выхода на пенсию не столь существенно для пенсионера. С позиции пенсионера важно не то, когда он выйдет на пенсию, а сколько лет он будет ее получать. А это лежит уже за пределами расчетов регуляторов.

Еще одним фактором повышения возраста выхода на пенсию стало увеличение затрат на текущие выплаты пенсионерам. На основе данных международной организации ОЭСР мы провели корреляционный анализ, построили парную регрессию для определения взаимосвязи между двумя переменными: доли пенсионных выплат в ВВП (в %) – независимой переменной и демографической нагрузкой (объясняющий признак) и показали влияние этого фактора. Для расчетов использовался пакет прикладных программ MS Excel. Полученное уравнение приведено ниже:

$$y = -1,9 + 0,37x_2$$

где  $y$  – доля пенсионных выплат в ВВП (%),  $x$  – демографическая нагрузка.

Графическое представление уравнения и показатели по странам приведены на рис.3.13.

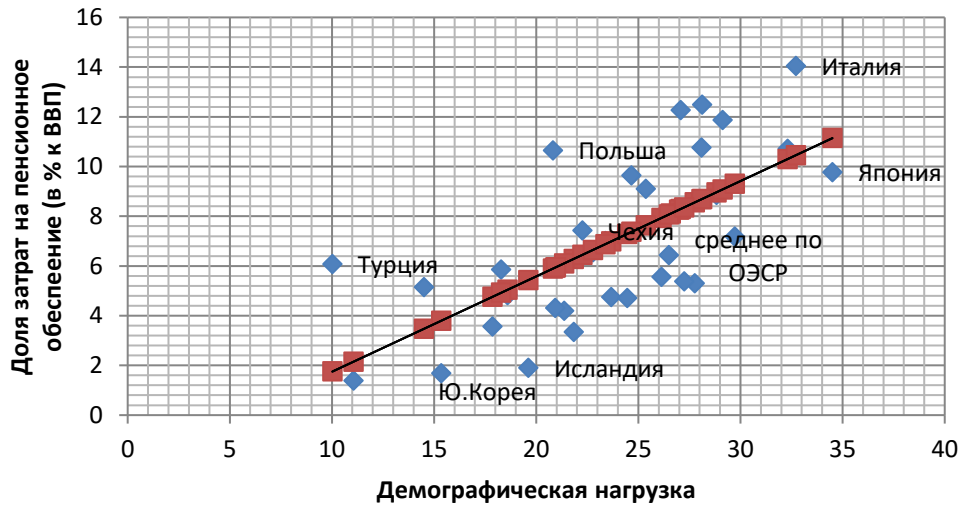


Рисунок 3.13 – Доля пенсионных выплат в ВВП и демографическая нагрузка в ряде стран мира

Вывод из вышеизложенного может быть следующим. Действительно, между долей пенсионных выплат в ВВП в разных странах и соответствующей демографической нагрузкой существует взаимосвязь, что позволяет говорить о необходимости в среднесрочной перспективе повышать финансовую устойчивость пенсионных систем для выполнения все увеличивающихся обязательств. Причем в некоторых странах требуется принятие неотложных мер по стабилизации финансовой ситуации (Италия, Польша, Япония). Реформы пенсионных систем уже начались в Германии, США, Италии, Франции, Венгрии, Польше, Чехии, Швеции, Японии, Китае и других странах. Все реформы регулирования пенсионных систем сводятся к поиску новых механизмов, которые позволят адекватно отвечать современным и будущим вызовам. В зависимости от избранного государством сценария проведения, реформы следует разделить на несколько типов:

- 1) Реформы, изменяющие требования к гражданину для определения суммы его будущей пенсии, но не затрагивающие структуры пенсионных выплат.
- 2) Реформы, предусматривающие переход от распределительной накопительной системе, модернизирующие пропорцию между

структурными частями пенсионных выплат (Латвия, Швеция, Польша, Франция Монголия, Кыргызстан).

3) Реформы, предполагающие полный переход к накопительной системе (Боливия, Мексика, Чили, Сальвадор и Казахстан).

4) Смешанные реформы, объединяющие в себе особенности трех, обозначенных выше, типов (Великобритания, Италия, Германия, Россия).

Выбор государством того или иного типа реформы обусловлен, прежде всего, действующей формой пенсионной системы (распределительной или накопительной, или условно-накопительной), уровнем развития социального и пенсионного законодательства, национального финансового рынка и целей реформирования. Анализ проводимых пенсионных реформ в мире представим в следующем параграфе.

### **3.3. Эмпирический анализ пенсионных реформ в мире**

Как было отмечено в предыдущем параграфе, в разных странах и регионах мира активно идет процесс реформирования основ пенсионных систем. Мы можем определить базовые цели всех текущих пенсионных реформ:

1. Формирование экономически и социально устойчивой пенсионной системы.
2. Разработка гибкого механизма, адаптированного под индивидуальные потребности участников (процесс перехода от трудового периода к пенсии).
3. Мотивация населения для продолжения работы в пенсионный период.
4. Справедливое распределение ресурсов и гендерное равноправие.

5. Разработка системы, основанной на простых и понятных неподготовленному пользователю принципах.

6. Доступность и открытость информации о принципах работы системы.

Для государства остается проблема выбора *сценария перехода к новой стадии развития пенсионной системы* в зависимости от типа проводимой реформы, ведь население уверено в том, что поддерживать приемлемый уровень жизни пенсионеров является естественной задачей государства и изменения воспринимаются неоднозначно [123].

С позиций перераспределения пенсионная политика государства является динамической системой перенесения части дохода индивидуума в течение его жизненного цикла и управлением рисками наступления старости. Формирование пенсионных прав основывается, прежде всего, на принципе гражданства. Затем уже учитываются полученные системой взносы на индивидуальной основе, стаж участия в системе и т.д. На этапе начисления пенсии сформированные пенсионные права распределяются. Мы выделяем следующие типы формирования пенсионных прав [131, pp. 158-169]:

*Остаточный* – по текущему доходу и прожиточному минимуму. Остаточный тип предполагает наличие у индивидуума дохода ниже законодательно установленного уровня и позволяет отнести данный тип к выполнению функции государства по борьбе с бедностью

*Плоский* – по установленному проценту от утраченной заработной платы (DB). При данном типе формирования пенсионных прав устанавливаются правила формирования прав в пропорции к утраченному заработку за определенный период трудовой деятельности. В этом случае существует вероятность того, что выбранный период будет не самым благоприятным с позиции получаемого дохода индивидуума, что повлечет уменьшение базы для начисления пенсии.

*Коридорный* – по установленному минимальному и максимальному заработку и стажу участия в системе. Коридорный тип формирования

пенсионных прав предполагает наличие связи между взносами и последующими выплатами участников, что дает возможность заработать пенсионные права в пределах минимального и максимального законодательно установленного лимита, однако в таком случае возможности будущего пенсионера по максимизации пенсионных прав оказываются ограниченными.

*Эквивалентный* – по внесенным взносам и времени дожития. Эквивалентный тип распределения предполагает наличие связи между взносами и выплатами участников системы на индивидуальном уровне и не имеет ограничений по формированию пенсионных прав. В итоге приведенная стоимость ожидаемых пожизненных взносов должна равняться приведенной стоимости ожидаемых пожизненных выплат, что соответствует принципам финансовой эквивалентности и актуарным основам исчисления. Такой тип в западной литературе обычно именуется моделью с установленными взносами (DC, или *defined contribution*) Как раз все проводимые в мире пенсионные реформы нацелены на построение модели, которая бы позволила выстроить максимально индивидуализированную зависимость взносов в систему с получаемыми впоследствии пенсионными выплатами. Вариацией эквивалентного типа формирования пенсионных прав являются комбинированные условно-накопительные схемы (NDC, *Notional Defined Contribution*), включающие элементы распределительной системы и схем с установленными взносами.

На основе проводимых реформ мы проанализируем как формируются пенсионные права ее участников и как распределяются риски между субъектами системы.

### 3.3.1. Межстрановой сравнительный анализ и оценка пенсионных реформ в развитых экономиках

В данном разделе мы проведем оценку и сравнительный анализ текущих пенсионных реформ в некоторых развитых экономиках на основе универсальной классификации ступеней пенсионного обеспечения, разработанной Всемирным банком. Основные направления нашего исследования: (1) формирование пенсионных прав работника, (2) управление риском бедности в старости. Особенностью подхода является то, что автор сосредоточился не на количественном анализе и изменениях механизмов администрирования поступлений, а на предполагаемых результатах формирования пенсионных прав и перераспределения рисков пенсионных схем между государством, работодателем и работником.

Сравнительный анализ пенсионных реформ проведен для Великобритании, Германии, Италии, согласно цели исследования сформулирована *гипотеза*, которая состоит в следующем: проводимые пенсионные реформы вне зависимости от заданных начальных условий и их типа приводят исследуемые страны к сходной траектории развития пенсионных систем. Выбор стран для анализа обусловлен тем, что каждая из них имеет разные исторически сформированные типы пенсионных систем и неравные стартовые условия реформ.

При анализе многочисленных публикаций, посвященных теоретическим основам «государства благосостояния» и развития пенсионных схем и их трансформации следует выделить четыре базовые концептуальные основы, на которые опираются большинство исследователей и которые автор представил в таблице 3.6.

Таблица 3.6 – Основные направления анализа пенсионных схем

Концептуальная основа	Основные положения и существующие модели /теории	Представители направления
Принцип справедливости	<i>Теория устройства государства благосостояния</i> (Welfare Regime Theory) (универсальность социальных прав, зависимость от политически мотивированных решений, распределительный принцип)	Г. Эсприн-Андерсен (Esprin-Andersen G.) [173], М. Кастельс (Castells M.) – анализ принципов функционирования на основе усредненных показателей
Принцип гарантий	Бисмарк-Бевеидж (основы социального страхования / принцип социального обеспечения)	Г. Боноли (Bonoli G.) [141], Дж. Майлз и П. Пирсон (Myles J., Pierson P.) [257]
Принцип финансовой организации	1. PAYGO (распределительная) /фондированная – основа механизм финансирования; 2. DB/DC (с установленными взносами/ установленными выплатам) – механизм расчета взносов в системе NDC – условно-накопительная	Всемирный Банк [125]
Принцип перераспределения	Защита от бедности / компенсация утраченного заработка	Кастельс М., Митчелл Ф., Титмус Р. и др.

Составлено автором

Принцип справедливости стал основой развития теории государства благосостояния. Теоретические основы развития распределения социальных благ были представлены в теории потребительского контроля (А.Бен-Нера); теории социального происхождения государства благосостояния в работах Г. Эсприн-Андерсен [173] (теория социального режима); теории групп в распределении общественных (коллективных) благ М. Олсена; теории трансакционных издержек Р. Коуза.

Уровень гарантий лежит в основе базовых принципов Бисмарковской системы (Германия), которая стала основой развития системы социального страхования. В ней устанавливалась жесткая связь между уровнем социальной защиты и успешностью (длительностью) профессиональной деятельности, что и дифференцировало размер пенсии участников системы. В системе Бевеиджа (Великобритания) провозглашался принцип минимальной защищенности (социальное обеспечение) от заболеваний,



старости или других причин сокращения своих трудовых возможностей всему нуждающемуся населению вне зависимости от трудового вклада. Тут видно перенесение опыта военного регулирования хозяйства на мирный период, когда борьба с бедностью и ее последствиями была одной из основных целей государственного регулирования.

В результате процесса долгосрочных реформ в разных странах, институциональные различия между ними становятся менее четкими, происходит взаимопроникновение моделей и в чистом виде сегодня такие модели не встречаются, хотя и некоторые страны сохраняют некоторые исторические особенности организации. Для дальнейшего исследования представляется важным проанализировать современную трансформацию пенсионных схем на основе универсальной классификации ступеней пенсионного обеспечения Всемирного банка.

*Пенсионная система Великобритании* состояла из трех ступеней: государственной пенсии по старости, государственной пенсии, зависящей от стажа и уровня заработной платы и корпоративной пенсии [107], однако такое устройство перестало отвечать сегодняшним экономическим реалиям. В 2015 г. в Великобритании стартовала пенсионная реформа, фундаментально изменяющая существующие принципы функционирования: риски пенсионной системы (табл 3.7), лежавшие на государстве и работодателе, на нижних ступенях перенесены на работника частично, а в накопительных программах полностью. Система принимает постепенно полностью эквивалентный тип формирования пенсионных прав.

Сущность нововведений в том, что денежные средства пенсионных счетов граждан будут объединены в единую структуру – синдицированные пенсионные фонды для трудящихся. В результате существующая сейчас система индивидуальных накоплений дополнится коллективной формой. Одновременно повысится порог необлагаемой налогами суммы заработной платы до 15 тыс. фунтов.

Таблица 3.7 – Схема реформирования пенсионной системы Великобритании

Уровни (ступени пенсионного обеспечения)	Дореформенная структура	Предполагаемый результат реформы
0-й уровень (социальные пенсии)	А) Минимально установленное пособие (остаточный принцип, для нуждающихся вне зависимости от участия) В) Пенсионный кредит (DB, остаточный принцип - пособие для нуждающихся, бюджетное финансирование) С) Базовая пенсия по старости (DB, административно установленный уровень)	В) Пенсионный кредит (DB, возможность после наступления официального пенсионного возраста)
1-й уровень (распределительная система)	Пенсия SERPS (The State Earnings Related Pensions), DB распределение рисков между поколениями и типами работников (до 2002 г.)	Единая пенсионная схема, основанная на перераспределении доходов через принцип солидарности поколений (The New State Pension)
	Вторичная государственная пенсия S2P, сменившая SERP (DB распределение рисков между поколениями и типами работников) - для не выбравших ни один из накопительных вариантов	
2-й и 3-й уровни (накопительная система)	Корпоративные пенсионные программы (DB, риски на работодателе)	Корпоративные пенсионные программы (актуарная основа, DC, риски на работнике)
		Частные добровольные программы (актуарные основы, риск на работнике), с 2018г. обязательны для участия
4-й уровень	Неформальная поддержка семьи	Неформальная поддержка семьи как источник дополнительного дохода в пенсионный период

Составлено автором

По новой программе, соответствующей эквивалентным принципам формирования пенсионных прав, предоставлено несколько вариантов распоряжения личной сформированной пенсионной корзиной. Первый вариант – гражданин имеет право изъять 25% своих накоплений без обложения этой суммы налогом. Если общая сумма на счете меньше 18 тыс. фунтов, он может получить оставшиеся три четверти с уплатой подоходного налога по льготной ставке, свыше налог составит 55%. Второй вариант – использование механизмов страхового рынка – приобретение аннуитета, то

есть права на пожизненный доход, который будет составлять определенный процент от суммы, накопленной на частном счете гражданина. Третий вариант – получать доход от инвестирования накопленной суммы (а не процент от нее самой). Это возможно при больших накоплениях, если процент от их инвестирования будет выше, чем доход от аннуитета [321].

Государство стимулирует граждан самостоятельно выбирать вариант распоряжения накопленными пенсионными правами, однако здесь скрыты риски принятия ошибочного решения, которое существенным образом может снизить доход на пенсии. Для нивелирования данного риска обещана бесплатная квалифицированная помощь при выборе вариантов распоряжения пенсионными накоплениями [193]. Следующий этап – создание новой государственной пенсионной схемы для увеличения пенсий наименее обеспеченных пенсионеров, за счет принятия ими самостоятельных решений. Сужается круг потенциальных получателей за счет упразднения вторичной государственной пенсии и увеличения стажа выплат на 5 лет, вводится единая схема, основанная на перераспределении доходов через принцип солидарности поколений. Дополнительным стимулом увеличения накоплений станет отмена пенсионного налога на передачу частных пенсионных накоплений наследникам, что, однако, может привести к появлению схем по уклонению от налогов, снижению продаж аннуитетов и реализации риска долгой жизни, который предполагается компенсировать неформальной поддержкой со стороны семьи. Особое внимание уделяется страховым пенсионным продуктам, провайдеры которых (автономные пенсионные фонды) смогут получить доступ к хорошо диверсифицированному рынку страхования и перестрахования Великобритании.

*Пенсионная реформа в Германии.* Трехуровневая система пенсионного страхования в Германии была выстроена преимущественно на распределительном принципе с большой долей государственного пенсионного обеспечения при наличии определенных элементов

накопительного характера. Поэтому в Германии основной упор сделан на реформирование распределительной ступени в сторону ее большей гибкости, учета особенностей трудового стажа и вклада в систему каждого пенсионера, что должно изменить пропорцию между структурными частями пенсионных выплат. Это позволяет отнести данный сценарий ко второму типу. Пакет пенсионных реформ «большой коалиции» (Rentenpaket-2014) вступил в силу 1 июля 2014г. [172] Он основан на 4 принципах: «полная пенсия с 63 лет», «материнская пенсия», «пенсия в связи с частичной потерей трудоспособности» и «формирование бюджета реабилитационных мероприятий» (см. табл. 3.8). Основной акцент реформы сделан на длительности участия в системе, причем сокращаются льготы (учеба в ВУЗе не включается в пенсионный стаж, в 1991 г. засчитываемый период учебы составлял до 13 лет). С 63 лет возможно получить полную пенсию, если стаж работы составит не менее 45 лет. Введение «материнской пенсии» указывает на демографические проблемы Германии, которые правительство пытается решить материальным стимулированием.

Таблица 3.8 – Концепция пенсионной реформы в Германии

Уровни (ступени пенсионного обеспечения)	Дореформенная структура	Предполагаемый результат реформы
0-й уровень (социальные пенсии)	Социальные дотации (бюджетное финансирование)	Социальные дотации (бюджетное финансирование) Обязательная пенсия по старости
1-й уровень (распределительная система)	Обязательная пенсия по старости (DC, риски распределяются между работником, работодателем и государством, расчет в пенсионных баллах)	Досрочная пенсия с 63 лет (для лиц до 1953 г.р.) Материнская пенсия Пенсия по инвалидности (DC, риски распределяются между работником, работодателем и государством, расчет в пенсионных баллах)
2-й и 3-й уровни (накопительная система)	Корпоративные пенсионные программы (DB, риски на работодателе)	Корпоративные пенсионные программы (DB, риски на работодателе)

	Частные добровольные программы (актуарные основы, риск на работнике)	Частные добровольные программы (актуарные основы, риск на работнике)
4-й уровень (нефинансовая поддержка)	Неформальная поддержка семьи	Неформальная поддержка семьи как источник дополнительного дохода в пенсионный период

Составлено автором

Следующая задача реформы – увеличение отчислений в Пенсионный фонд и одновременное снижение коэффициента замещения утраченного заработка. Взносы плавно увеличатся с 18,9 до 22 % от заработной платы, а средний размер пенсий в 2030 г. будет составлять лишь 43,7% утраченного заработка (сегодня средняя пенсия в Германии достигает 49,6% заработной платы, в 2000 г. она составляла 52,9%). Следует отметить, что такой вариант возможен лишь при относительно стабильной экономической конъюнктуре и низком уровне безработицы.

Для развитых стран, в том числе и для Германии, характерен опережающий рост численности пенсионеров старше 80 лет, индивид сталкивается с риском долгой жизни. Например, по оценкам ОЭСР к 2050 г. доля таких людей в населении Германии утроится, демографическая нагрузка в Германии будет одной из самых высоких в мире, поэтому стимулирование работников к участию в добровольных накопительных пенсионных схемах, основанных на актуарных принципах, и неформальной поддержки семьи является существенным [267]. Каждый из этих источников вносит определенный вклад в результирующий итог. Таким образом, в Германии в ближайшие годы произойдет существенное расширение ступеней пенсионного обеспечения, сокращение размеров государственных пенсий вне зависимости от уровня заработка, смещение акцентов в сторону добровольных накопительных планов и более широкий перенос управления рисками наступления старости на индивидуальный уровень.

*Пенсионная реформа в Италии.* В пенсионной системе Италии, как и в Германии, активно используется распределительный принцип. По данным

ОЭСР доля государственной пенсии составляла около 70% от общего размера пенсии, получаемой работником в Италии. Основным источником негосударственных пенсионных выплат являются автономные пенсионные фонды, обеспечивающие 30% пенсионных выплат, а страховые компании обеспечивают около 18% [267]. С 2012 г. в Италии вступила в силу пенсионная реформа «Форнеро» (DL 201/2011 (DECRETO-LEGGE 6 dicembre 2011, №. 201 Постановление Правительства Италии № 201 от 6 декабря 2011 г.) [179], предполагающая переход к условно-накопительной системе (второй тип реформирования). Первый компонент реформы – повышение пенсионного возраста, путем установления минимального 20-летнего стажа, уравнивание возраста выхода на пенсию между мужчинами и женщинами (см. табл. 3.9).

Таблица 3.9 – Схема реформирования пенсионной системы Италии

Ступени пенсионного обеспечения)	Дореформенная структура	Структура после реформы
0-й уровень (социальные пенсии)	Не предусмотрено	Assegno Sociale (по остаточному принципу нуждаемости, риски у государства)
1-й уровень (распределительная система)	Pensione Sociale (минимальная пенсия по старости)	Не предусмотрено
2-й и 3-й уровни (накопительная система)	Система социального страхования Sistema Retributivo (основа - среднее значение получаемого оклада)	Условно-накопительная система Metodo Contributivo (основа - актуарные расчеты, риски распределены между работодателем и работником)
		Добровольная система автономные пенсионные фонды (актуарные принципы, риски на работнике)
4-й уровень (нефинансовая поддержка)	Неформальная поддержка семьи	Неформальная поддержка семьи как источник дополнительного дохода в пенсионный период

Составлено автором

Так, к 2018 г. возраст выхода на пенсию составит 66 лет и 7 месяцев для обоих полов. Второй компонент: замена пенсии по старости на досрочный выход при условии достижения работником трудового стажа 41 год и 6 месяцев для женщин и 42 года и 6 месяцев для мужчин на 2014-2015 гг. Третий компонент: ежегодный периодический перерасчет пенсионного возраста в связи с увеличением продолжительности жизни в стране.

С проведением реформы пенсионная система Италии стала приобретать черты либеральной модели, характерной для Великобритании. Ранее для граждан, решивших уйти на пенсию до достижения 62 лет были введены «штрафные санкции» – 2% за каждый год до достижения 60-летнего возраста и 1% после достижения 60-ти лет, однако на период 2015-2017 гг. данные штрафы были отменены. Сходный элемент с немецкой пенсионной реформой – досрочный выход на пенсию при условии оплаты взносов в пенсионный фонд не менее 20 лет.

По мнению автора, в период экономического кризиса для Италии условно-накопительный тип пенсионной реформы является хорошим компромиссом между схемами с определенными взносами и распределительными пенсионными схемами. Риски адекватного финансирования системы полностью переносятся на будущего пенсионера; распределительные схемы, наоборот, переносят риск на государство. Распределительные схемы жестко детерминированы демографическими, макроэкономическими и прочими параметрами. Компромисс позволяет рассредоточить риски на широкий круг участников и в результате снизить риск для каждого отдельного индивидуума. И все же в условно-накопительных схемах индивидуальными рисками остаются риски низкой зарплаты, перерывов в трудовом стаже или досрочного его прекращения. Так как расчет выплат базируется на основании предыдущего вклада работника в систему (а не на основе имеющихся ресурсов в системе в момент выхода на пенсию), то существует вероятность риска возникновения разрыва в

финансировании, который будет покрыт государством за счет работающего населения.

*Голландская* пенсионная система, обладающая максимальным коэффициентом замещения в Европе, признана лучшей в мире. Трехуровневая модель построена на распределительном принципе при сохранении большой доли накопительного пенсионного обеспечения.

Распределительный уровень пенсионного обеспечения основан на количестве лет, которые работник прожил на территории страны, то есть на принципе гражданства, а наличия трудового стажа не требуется. Источником финансирования первого уровня (государственные пенсионные пособия) являются налоговые отчисления работающего населения, а накопление пенсионного капитала происходит каждый год в объеме 2% от максимального пенсионного пособия. Таким образом, накопленный пенсионный капитал гражданина зависит от количества лет проживания в стране и оплаты налогов. Максимальный срок накопления – 50 лет. Концепция пенсионной реформы, начавшейся в 2015 г., подразумевает уменьшение роли первого уровня (процент накопления пенсионного пособия уменьшается с 2 % до 1,825%) с одновременным увеличением пенсионного возраста и также как в Великобритании переносом рисков пенсионной системы на индивидуальный уровень (см. табл. 3.10).

Таблица 3.10 – Реформирование накопительной компоненты в пенсионной системе Нидерландов

Тип провайдеров накопительных планов	Создание Единого общего пенсионного фонда наряду с автономными пенсионными фондами при уменьшении их количества
Необлагаемый социальными взносами порог заработной платы	Снижение до 13 тыс. евро в год, введение максимального порога в 100 тыс. евро в год
Минимальный стаж участия в системе	Максимум 50 лет проживания в стране
Варианты распоряжения пенсионной корзиной (обязательная накопительная часть)	Планируются изменения в 2016 г.



Стимулирование участия граждан в накопительных схемах	Государственная поддержка проблемных пенсионных фондов
---	--

Составлено автором по данным:  
 URL:<http://pdnpensioen.nl/Sites/AlgPDN/documents/Documenten/Correspondentie/EN/EN%20Pensioenbrief%20DSM%20en%20bijlage%201%20en%20bijlage%202%20PDN%20december%202014.pdf> [Электронный ресурс] (дата обращения 16.11.2016)

Особенностью накопительного уровня пенсионной системы Голландии (Witteveenkader) являлось то, что в стране действовало большое количество (более 1100 в 1992 г.) пенсионных фондов [357], однако в условиях мирового экономического кризиса их число по разным причинам сократилось до 339 в 2015 г., а при сохранении текущего сценария развития снизится к 2017 г. до 200 фондов. Большинство фондов, ушедших с пенсионного рынка, были поглощены более крупными отраслевыми фондами, обслуживающими коллективные пенсионные планы с определенными взносами (DC). В то же время крупнейшие корпоративные пенсионные фонды, такие как Shell, Unilever, ING, изменяют программы с планов с установленными выплатами (DB) на планы с установленными взносами (DC). Таким образом, эти крупные фонды переносят инвестиционный риск на будущего пенсионера. Однако дополнительно фонды вводят специальные программы с более высоким инвестиционным доходом, и, соответственно, с более высоким риском для уже получающих пенсии граждан. Так как автономные пенсионные фонды являются основным источником накопительной пенсии, то летом 2015 г. правительством было принято решение о создании новой структуры на пенсионном рынке Голландии – единого общего пенсионного фонда (Algemeen pensioenfonds or APF). Действительно, он может стать низкзатратной альтернативой для фондов в сложной экономической ситуации (спасение от банкротства при формальном сохранении марки) посредством снижения издержек на управление и экономии от масштаба.

В стране вводится максимальный порог облагаемой социальными налогами заработной платы в 100 тыс. евро в год и одновременное снижение отчислений в первую ступень. Таким образом, в Нидерландах существенно

сужается база для аккумуляции достаточных пенсионных прав в течение трудовой жизни в рамках обязательной первой ступени. Таким образом, государство дает понять населению, что аккумуляция приемлемого дохода в старости является прерогативой самого работника в рамках накопительных пенсионных схем.

### **3.3.2. Современный этап и результаты пенсионных реформ в странах Восточной и центральной Европы, в России и Китае**

*Пенсионная реформа в Польше.* Страны Центральной и Восточной Европы, а также страны постсоветского пространства столкнулись с проблемой перехода от централизованной (планово-распределительной) системы социального обеспечения к страховой. В данном аспекте Восточная Европа интересна как пример неудавшегося эксперимента с накопительной пенсией. В отличие от России, где пенсионные накопления заморожены, в ряде стран Восточной Европы эти накопления были национализированы и потрачены. В Польше в ходе реформ и приватизации государственной собственности сформировалось большое количество финансовых институтов – как пенсионных фондов, так и страховых компаний. После завершения процессов формирования страхового и пенсионного рынков началась их консолидация, происходящая достаточно быстрыми темпами, приход иностранных игроков, что кардинальным образом изменило расстановку сил в финансовой отрасли [62].

Польская пенсионная реформа началась еще в 1999 г. в период перехода страны к рыночным отношениям. Размер будущих пенсионных выплат стал зависеть от величины взносов, которые делал работник в течение своей трудовой деятельности (см табл.3.11).

Таблица 3.11 – Схема реформирования пенсионной системы в Польше

Уровни (ступени пенсионного обеспечения)	Дореформенная структура	Структура после реформы
1-й уровень Минимальное пенсионное обеспечение	Обязательная пенсия по старости (DC, риски распределяются между работниками по категориям занятости)	0-й уровень Гарантированная минимальная пенсия (по остаточному принципу нуждемости, риски у государства)
		1-й уровень обязательная пенсия (DC, риски распределены между поколениями, принцип солидарности поколений, зависимость от стажа и заработной платы)
2-й уровень Социальное страхование	Пенсионные программы (DB, солидарный принцип)	2-й уровень обязательная накопительная пенсия (DC, актуарные основы, риски на работнике)
		3-й уровень частные добровольные программы (актуарные основы, риски на работнике)

Составлено автором

Основной идеей реформы стал тезис о необходимости диверсификации источников пенсионных взносов, которые, кроме минимальной социальной пенсии (0-й уровень), включали в себя три независимых компонента: два обязательных и один добровольный. Обязательный пенсионный компонент составлял 19,52 % от заработной платы. Сначала средства поступали на счета Управления социального страхования (ZUS), затем 7,3 % направлялись в автономные пенсионные фонды. Граждане сами выбирали пенсионный фонд, который инвестировал накопительную часть будущей пенсии. Третий компонент – добровольные индивидуальные пенсионные счета.

Польская пенсионная система является смешанной. Она сочетает в себе элементы как старой системы, где максимально важным был стаж работника, так и элементы новой, основанной на аккумулировании пенсионных прав. Гражданам, родившимся до 1949 г., пенсия начисляется по старой системе. Размер будущих пенсионных выплат стал зависеть от величины взносов, которые делал работник в течение своей трудовой деятельности (см. табл. 3.12).

Таблица 3.12 – Реформирование накопительной компоненты в пенсионной системе Польши

Тип провайдеров накопительных планов	Открытые пенсионные фонды (OFE), в 2013 НПФ передали в государственный пенсионный фонд 51,5 % активов
Необлагаемый социальными взносами порог заработной платы	Увеличение до 1876 евро
Минимальный стаж участия в системе	женщин - 15 лет, мужчины- 20.
Варианты распоряжения пенсионной корзиной (обязательная накопительная часть)	Менее 10 до пенсии – обязательный перевод 100% накоплений в государственный фонд Более 10 лет – выбор между государственной и накопительной системой
Стимулирование участия граждан в накопительных схемах	После 2013 г. отсутствует

Составлено автором

Основной идеей реформы накопительной составляющей стал тезис о необходимости диверсификации источников пенсионных взносов. Провайдерами накопительной пенсионной системы Польши являются открытые пенсионные фонды (OFE) и автономные пенсионные фонды, ведущие индивидуальные пенсионные счета нескольких разновидностей. При этом первые являются обязательными, а вторые – добровольными. Общая сумма накопленных пенсионных средств казалась самой большой среди восточноевропейских стран – около 70 млрд. евро активов, накопленных более чем 16 миллионами участников. Общая сумма накопленных пенсионных средств оказалась самой большой среди восточноевропейских стран – около 70 млрд евро активов, при более чем 16 млн участников. Однако в связи с экономическими трудностями в конце 2013 г. было принято решение, согласно которому все негосударственные пенсионные фонды передали в государственный пенсионный фонд 51,5 % активов [106]. Как результат эти активы были переведены с обязательной накопительной ступени в распределительную ступень пенсионной системы и

должны были индексироваться по уровню роста номинального ВВП Польши [193]. Граждане, которым осталось до пенсии меньше десяти лет, должны были перевести свои накопления из частных фондов в государственный пенсионный фонд, а остальные были обязаны заново сделать выбор – остаются они в обязательной системе или выбирают комбинацию государственной и добровольной. Кроме сужения накопительной компоненты было предложено плавное повышение пенсионного возраста до 67 лет (с 60 для женщин и с 65 для мужчин). В этом проявляется стремление Польши к унификации с европейскими странами в вопросе гендерного равенства. Однако повышение пенсионного возраста увеличило социальную напряженность в стране и не привело к поставленным целям.

После использования в распределительной системе тех денежных средств, которые были изъяты из накопительной, нагрузка на работающих здесь неизбежно будет расти и появится множество вопросов о целесообразности отказа от накопительного элемента. Инерция экономики и пенсионных систем пока не позволяет в полной мере оценить последствия отказа от накопительной составляющей [99]. Тактически решение Правительства использовать накопленные средства (около 50 млрд евро) для покрытия дефицита бюджета и решения неотложных задач являлось правильным, в 2013 г. дефицит бюджета составлял около 5%, а после изъятия накопленных средств в 2014 г. уже профицит составил около 4,5% [193]. Но стратегически вся социальная система и пенсионная система в частности, проигрывают, так как страна лишится обширного источника внутренних дешевых инвестиций, а граждане шанса на увеличение своего благосостояния в старости.

*Чехия* при схожем сценарии пенсионных реформ уже столкнулась с ситуацией необходимости повышения налогов на заработную плату для финансирования системы государственного социального обеспечения. Основной акцент современной реформы – отмена обязательной накопительной компоненты и включения механизмов страхового рынка в

формирование пенсии граждан (табл. 3.13). Особенностью пенсионной системы Чехии являлись льготы для экономически активных женщин с детьми (до 26 летнего возраста при условии их обучения) [333], которые постепенно отменяются. В 2015 г. пенсионный возраст в стране составлял 62 года и 10 мес. для мужчин и между 56 лет и 4 мес. – 61 год 6 мес. для женщин в зависимости от числа детей. Однако гендерный разрыв будет постепенно упразднен. К 2085 г. пенсионный возраст увеличится плавно до 73 лет, как для мужчин, так и для женщин, вне зависимости от количества детей в семье. В этом проявляется сходство с траекторией пенсионных реформ во всех исследуемых странах.

Таблица 3.13 – Реформирование накопительной компоненты в пенсионной системе Чехии

Тип провайдеров накопительных планов	Результат реформы
Необлагаемый социальными взносами порог заработной платы	При не достижении порога минимальной заработной платы (около 340 евро в мес.) работник обязан оплатить страховые взносы самостоятельно [350], а работодатель не освобождается от оплаты, причитающейся ему части налогов
Минимальный стаж участия в системе	30 лет, увеличение после 2018 г. до 35 лет
Варианты распоряжения пенсионной корзиной (обязательная накопительная часть)	Обязательная накопительная часть отменена
Стимулирование участия граждан в накопительных схемах	Государственное софинансирование и освобождение от налога на доход (при участии в схеме более 10 лет), только для добровольных схем, страховые аннуитеты

Составлено автором

Наибольшим рискам подвержены низкооплачиваемые работники. В стране установлена минимальная заработная плата, которая постоянно индексируется и при не достижении порога (около 340 евро в мес.), работник самостоятельно обязан внести страховые взносы на медицинское и пенсионное страхование [350], а работодатель не освобождается от оплаты, причитающейся ему части. При этом обязательная накопительная компонента с 2016 г. будет отменена для входа новых членов и постепенно

заменена на добровольное пенсионное накопление, которое будет поощряться государством [279].

*Пенсионная реформа в России.* Для анализа современной российской пенсионной системы [5] следует выделить ее основные проблемы, обусловившие необходимость проведения целого ряда реформ, которые продолжаются и по сей день. Во-первых, основной вызов пенсионной системы РФ – долгосрочный дефицит бюджета Пенсионного фонда России (см. рис. 3.14), оказывающий влияние на финансовую обеспеченность государственных пенсионных обязательств и требующий все увеличивающейся доли ВВП для покрытия этого дефицита. Если в среднесрочный период с 2020 по 2030 гг. она оставит чуть более 5 %, то в долгосрочной перспективе прогнозируемая доля ВВП превысит 20 %. Непродолжительное снижение дефицита ПФР в период с 2020 по 2030 гг. обусловлено новым этапом пенсионной реформы, начавшейся в 2014 г.

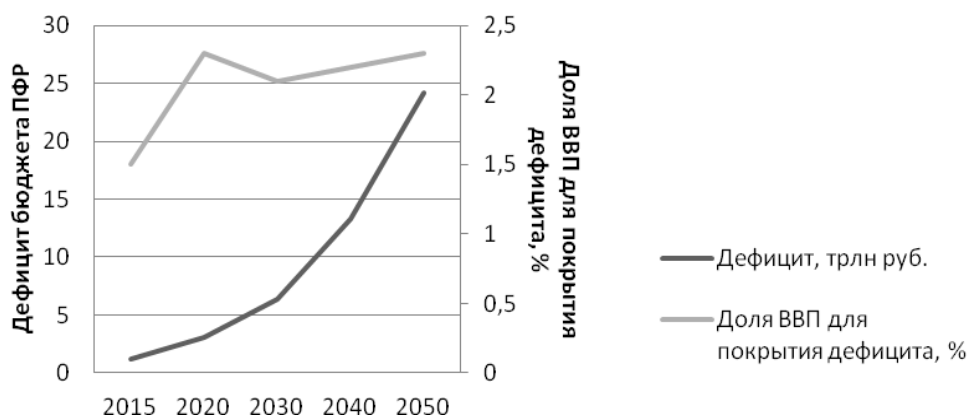


Рисунок 3.14 – Прогноз дефицита бюджета ПФР на период до 2050 г.

Составлено по: ФЗ от 03.12.2012 № 218-ФЗ «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2013 и плановый период 2014–2015 годов»; прогноз Министерства экономического развития Российской Федерации от 13.04.2012.

Во-вторых, демографические особенности России. Хотя по темпам снижения трудоспособного населения в ближайшие 15 лет (около 1% в год) Россия окажется в первой десятке стран мира, российское «старение» является менее глубоким и иным по составу пожилого населения в сравнении с Европой, поскольку оно ведет в основном к росту числа пенсионеров

младших, а не старших возрастов. Третьей важнейшей проблемой пенсионной системы РФ выступает низкая финансовая грамотность населения и недоверие к длительным финансовым «проектам» из-за имеющегося негативного опыта реформ в последние 20 лет [13; с.198-208].

Проблема бедности граждан преклонного возраста в России является также актуальной. В мировой практике критерием традиционно является коэффициент замещения на уровне 40% от утраченного заработка; такой же подход принят на современном этапе пенсионной реформы в нашей стране. В среднем по стране коэффициент замещения составляет 37%, в некоторых регионах он достигает 78%. Тут проявляется российская специфика: в регионах с максимальным коэффициентом замещения средняя зарплата едва превышает прожиточный минимум. Например, в Кемеровской области в 2016 г. она составила 17 тыс. 450 руб., Новосибирской – 17 тыс. 600 руб., Смоленской, Брянской, Тверской областях – чуть выше 20 тыс. руб. Минимальная средняя заработная плата была зафиксирована в Орловской области и составила 16 тыс. 830 руб., максимальная – в Ямало-Ненецком автономном округе (70 тыс. 620 руб) и в Москве (66 тыс. 880 руб.). Конечно, в Орловской области коэффициент замещения достиг при этом почти 78% (средний размер пенсии в 2013 г. в РФ был равен 13 тыс. 132 руб.), а в Москве – лишь 19,6 % (в 2013 г. – 21%). Особенно диспропорции хорошо видны при сравнении не средней заработной платы, а медианного среднедушевого дохода и среднего (**Приложение 3**). Такие региональные диспропорции характерны именно для России, поэтому опираться на средние показатели в нашей стране недопустимо. По мнению авторов, критерием в данном случае мог бы стать единый стандарт величины пенсии, который вырабатывался бы экспертным сообществом и учитывал специфику регионального развития России.

Проблема ликвидации бедности пенсионеров может быть решена только в долгосрочной перспективе с помощью индивидуализации накопительной части пенсии. Также России стоит использовать уже



накопленный мировой опыт реформ с учетом своей специфики: повышение пенсионного возраста (более социально одобряемым является использование словосочетания «стимулирование более позднего выхода на пенсию») и стимулирование развития добровольной системы пенсионных схем и пенсионного страхования. Все вышеперечисленные пути решения проблем пенсионной системы дадут экономический эффект только в средне- и долгосрочной перспективе. Значит, необходимо проанализировать факторы риска и потенциал увеличения финансовой устойчивости пенсионной системы в ближайший период.

*Неформальный рынок труда.* Использование работодателями форм скрытой оплаты труда является фактором риска снижения объема поступлений в бюджет пенсионного фонда и увеличения рисков снижения коэффициента замещения утраченного заработка по достижении пенсионного возраста. Определить масштабы теневого рынка труда и размеры теневых финансовых потоков можно лишь по косвенным данным. Но ненаблюдаемая экономика – это огромный резерв эффективного развития стран с переходной экономикой [74]. Использовать его можно посредством совершенствования институциональных основ рыночной экономики и демократических основ государственного устройства. Несмотря на заметный рост в денежном выражении, доля скрытой оплаты труда с 2000 по 2010 г. практически не изменилась и составляет более 50% от фонда заработной платы [331], что говорит о стабильном сформированном неформальном секторе в экономике РФ. Кризисные явления не изменили тенденцию. Начисление взносов на скрытую оплату труда принесло бы в бюджет ПФР свыше 1,4 трлн руб., это особенно важно при дефиците в 1,99 трлн руб.

Конечно, распространение нестандартных форм занятости наряду с низким уровнем заработной платы рассматривается как временный результат экономической трансформации. Вместе с тем опыт западных стран, раньше вступивших на путь постиндустриального развития, свидетельствует о том, что увеличивающееся разнообразие форм занятости, которая становится все

более прерывистой, и изменение трудового поведения являются его неотъемлемыми спутниками. Это не может не сказаться на пенсионных системах, которые возникли для страхования от рисков наступления старости промышленных работников, занятых на протяжении всей жизни на условиях полной занятости [24]. Исследование различных форм нестандартной занятости, проведенное коллективом авторов [55], убедительно показывает, что риски обратно пропорциональны размеру предприятия и выше в секторе услуг и строительстве по сравнению с промышленностью. Аналогичные результаты, как показано О. В. Синявской [82, с.12-28], дает изучение неформальной занятости, которая характерна для индивидуальных предпринимателей и работающих по найму физических лиц на малых предприятиях. Следовательно, сокращение занятости на крупных и средних предприятиях и рост занятости в неформальном секторе экономики можно рассматривать как процессы, сокращающие долю потенциальных плательщиков пенсионных взносов. Важно понимать, что наиболее достоверные сведения о заработной плате, на основе которых рассчитывается средняя заработная плата и строится коэффициент замещения (отношение средней пенсии к средней заработной плате), также собираются прежде всего с крупных и средних предприятий, доля которых неуклонно сокращается.

*Невключение в систему государственных служащих.* Число госслужащих в России в 2014 г. составляло 1,114 млн работников. Зарплата чиновников больше, чем на треть (35,6%), превышала среднюю по России. По данным Государственного комитета статистики, в 2014 г. службу в российских силовых ведомствах проходили 4 млн человек, из которых 1,32 млн сотрудники МВД, 2,02 млн – Минобороны, 325,5 тыс. – ФСИН, 40 тыс. – ФСКН. По нашему мнению, будет оправданным рассматривать вопрос о распространении системы пенсионного страхования на все категории занятых лиц (государственных служащих, проходящих военную и правоохранительную службу в соответствующих силовых ведомствах, по аналогии с государственными гражданскими служащими,

которые подлежат обязательному пенсионному страхованию на общих основаниях). Дополнительным положительным моментом является средний возраст госслужащих – 39–40 лет, что позволит получать страховые взносы в текущий период, а период выплат наступит лишь через 20–25 лет. Включение государственных служащих в систему пенсионного страхования даст возможность существенно снизить риски несбалансированности бюджета Пенсионного фонда РФ. Преимуществом будет также и то, что среди государственных служащих отсутствует неформальная занятость.

*Низкая финансовая грамотность населения.* Существовавшая в СССР длительное время система, не требующая вмешательства гражданина в формирование будущей пенсии, привела к тому, что появились следующие проблемы, с которыми столкнулось государство:

- отсутствие привычки граждан к принятию решений по поводу своих рисков;
- недоверие населения к финансовому рынку;
- неразвитость финансовых рынков и нехватка капитала;
- сравнительные преимущества бывших монополий над вновь созданными конкурентами;
- отсутствие исторических данных об убытках негосударственных пенсионных фондах и информации о компаниях;
- неразвитость системы надзора и рыночных механизмов регулирования;
- отсутствие инфраструктуры.

Сказывается также и отрицательный опыт финансовых пирамид периода трансформации экономики, девальвации национальной валюты, потери сбережений и т.д., что не улучшает ситуацию. Для уменьшения дефицита ПФР необходимо создавать условия для стимулирования населения к формированию добровольных накоплений через НПФ и страховые компании, а также для допуска страховых компаний в систему обязательного пенсионного страхования. Один из важнейших механизмов –

повышение информированности населения о рынках долгосрочного страхования жизни и негосударственных пенсионных фондах (НПФ).

*Необходимость последовательности действий регулятора и государства.* С начала преобразований пенсионной системы в 2002 г. настоящая реформа является уже третьей по счету, что настораживает любого будущего пенсионера – обязательное пенсионное страхование предполагает уплату взносов экономически активной частью населения на протяжении всей трудовой жизни. Сформированная трехуровневая пенсионная система, которая сочетала обязательное участие в распределительной системе (базовую, обязательную накопительную и добровольную накопленную), подверглась вновь пересмотру и трансформации (табл. 3.14).

Таблица 3.14 – Схема реформирования пенсионной системы в России

Уровни пенсионного обеспечения)	Дореформенная структура	Структура после реформ 2002- 2006 гг.	Структура после реформы 2015 г.
0-й уровень	Не предусмотрено	Пенсия по старости (не зависит от стажа и участия в системе, назначается на 5 лет позже пенсионного возраста)	Фиксированная выплата (не зависит от стажа и участия в системе, индексация)
1-й уровень	Пенсия по старости (распределительная), персональные пенсии за заслуги	Обязательная трудовая пенсия (фиксированный базовый размер страховой части трудовой пенсии + трудовая пенсия) (распределительная, индексация, риски у государства)	Страховая пенсия по старости (распределительная, индексация, риски у государства)
2-й уровень	Нет обязательной накопительной компоненты	Обязательная накопительная пенсия (гражданин выбирает между государственным и НПФ)	Накопительная пенсия (уменьшает страховую часть) риски на работнике. Заморожена
3-й уровень	Нет добровольной накопительной компоненты	Добровольные пенсионные накопления (актуарные основы, риск на работнике)	Добровольные пенсионные накопления (риск на работнике)

Составлено автором

После старта реализации нового этапа пенсионной реформы акценты регулятора сменились: накопительный элемент стал находиться в тени, подвергаться критике. Участие в накопительной системе предлагается вынести за пределы обязательного пенсионного страхования. Имеющиеся накопленные средства заморозили до конца 2016 г. и направили на погашение дефицита ПФР. Это означает, что, как и в странах с транзитивными экономиками, приоритетным для регулятора оказывается решение краткосрочных проблем пенсионной системы РФ.

Более того, непростой механизм расчета пенсии усложнился: вместо привычного денежного он получил «балльное» выражение. Пенсионные права формируются по коридорному принципу (установлен максимальный годовой заработок для исчисления страхового взноса) с элементами эквивалентного на 3-м уровне. Реформа ставит задачи повысить значение страхового стажа для работника и индивидуализировать персональный вклад. Общее направление реформирования совпадает с развитыми странами и предполагает существенный перенос управления риском наступления старости на индивидуальный уровень. Но все-таки ее основной задачей является сбалансированность пенсионной системы за счет поощрения более длительного стажа работы посредством перенесения основных начислений баллов именно на период трудовой деятельности после наступления пенсионного возраста при необращении за начислением трудовой пенсии. За каждый год трудового стажа после общеустановленного пенсионного возраста как фиксированная, так и страховая части пенсии будут увеличиваться на соответствующие коэффициенты. Таким способом регулятор откладывает выполнение своих обязательств перед пенсионером на более поздний срок и уменьшает ожидаемый период выплаты.

### *Пенсионная реформа в Китае*

Китай, как и Россия в течение XX – начала XXI вв. пережил много изменений: от кардинальных смен режимов, войн, Большого скачка и

Культурной революции, сталинского режима и Холодной войны, до перестройки и начала формирования открытого общества и принципов рыночной экономики, поэтому представляется важным провести сравнительный анализ пенсионных систем Китая и РФ. Все это наложило определенный отпечаток на современное поколение граждан обеих стран. Существовавшая в обеих странах в XX в. система была основана на патерналистской роли государства, пенсионных накоплений не было, требовалось только иметь непрерывный стаж. Более того, в Китае забота о старших (престарелых) членах семьи являлась одной из основополагающих традиций, основанной на длительных исторических корнях азиатского общества. Как у Китая, так и у России, сравнительно короткий срок существования новой рыночно-ориентированной модели пенсионного обеспечения граждан [67, с. 199-204]. В такой краткосрочной перспективе мы можем сравнить существующие модели с позиции управления риском бедности в старости по четырем основным направлениям: (1) *доступность для всего населения страны*; (2) *демографические особенности Китая и России*; (3) *Невключение в систему государственных служащих*;

*Доступность для всего населения страны.* В отличие от РФ, где базовая пенсия по старости доступна всем без исключения гражданам, в КНР существует проблема неравномерного пенсионного обеспечения на территориях городских и сельских поселений. Это связано с очень высокой долей внутренних трудовых мигрантов в стране. Проблема осложняется тем, что более трети населения, проживающего и работающего в городах, официально не имеют доступ к пенсионным схемам городских территорий, по которым формируются более широкие пенсионные права граждан из-за отсутствия разрешения на проживание в городе (система hukou, похожая на советский термин «лимита»). Согласно данным ОЭСР, более половины населения Китая (54 % в 2014 г.) живут на территориях, классифицируемых как городские, однако только около 36 % имеют городскую регистрацию. Точное количество внутренних трудовых мигрантов, не имеющих

возможности сформировать свои официальные пенсионные права в рамках более «щедрых» городских пенсионных схем оценивается от 234 до 275 млн чел, что на много больше, чем все население РФ.

*Демографические особенности Китая и России.* В отличие от Китая, где политика одна семья - один ребенок привела к резким диспропорциям в структуре населения, российское «старение», как было отмечено выше, ведет к росту числа «молодых» пенсионеров, а не долгожителей (см. рис. 3.15.).

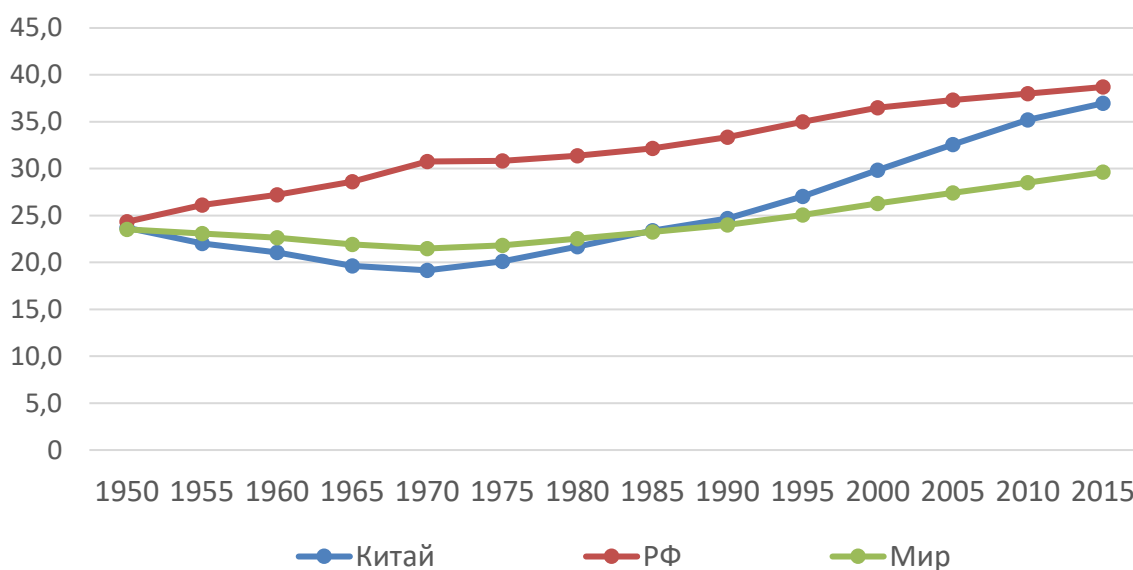


Рисунок 3.15 – Китай и Россия. Медианный возраст 2015 и 2100 годах.  
Составлено по: данным World Population Prospects: The 2015 Revision.

Даже по пессимистичному сценарию медианный возраст к 2100 г. в РФ составит лишь 50 лет, в то время как Китай заметно «постареет», его медианный возраст превысит 61,7 лет, что превысит среднемировой на 12 лет (среднемировой медианный возраст 49,4 года). Текущая пенсионная реформа в РФ не предполагает увеличения пенсионного возраста, а максимальное увеличение пенсионного обеспечения будущий пенсионер сможет себе обеспечить при продолжении трудовой деятельности и после наступления официального пенсионного возраста (55 для женщин и 60 лет для мужчин), что достаточно проблематично в условиях продолжающегося экономического кризиса и производственного спада в РФ. В Китае, наоборот,

сейчас существует большой потенциал для повышения пенсионного возраста, а также производительности труда и эффективности производства.

*Невключение в систему государственных служащих.* Как в Китае, так и в России, госслужащие не отчисляют пенсионные взносы в Пенсионный Фонд, а финансирование пенсионных выплат происходит из бюджета страны. Коэффициент замещения утраченного заработка этой категории служащих достигает в Китае 80-90 %, в России также он гораздо выше, чем в среднем по стране. Серьезным шагом в Китае стал новый этап пенсионной реформы, начатый в 2015 г., согласно которому госслужащие будут также отчислять пенсионные взносы, коэффициент замещения постепенно будет снижен до среднего по стране, а сроки участия в системе увеличатся. Тем самым государство снизит давление на пенсионную систему и появятся дополнительные средства на увеличение пенсионного обеспечения сельского населения.

Новый этап пенсионной реформы в Китае предполагает создание «Новой объединенной унифицированной пенсионной системы» Китая на основе страховых принципов. Как и в России, предполагается, что работник должен иметь стаж участия в системе не менее 15 лет. Существенным преимуществом является наличие на выбор 12 страховых программ, по которым платежи в год составляют от 100 до 2000 юаней. Это позволяет включить в пенсионные программы население как с низкими, так и со средними доходами. Однако наличие выбора требует определённой финансовой грамотности населения. Рассмотрим ключевые индикаторы экономического развития Китая с позиции управления риском бедности в старости в сравнении со средними по ОЭСР.

Как видно из таблицы, по данным ОЭСР и Китай (см. табл. 3.15), и Россия, пока заметно отстают от развитых экономик по уровню средней заработной платы (примерно в 6 раз). Именно по этой причине коэффициент замещения на в них много выше, чем в среднем по ОЭСР. В Китае также наблюдаются существенные диспропорции по уровню заработных плат в



южных и северных регионах страны. Поэтому к средним показателям по стране стоит относиться с осторожностью. Однако именно заработная плата является одним из решающих факторов формирования пенсионных прав.

Таблица 3.15 – Ключевые социально-экономические индикаторы Китая, РФ и ОЭСР, 2015 г.

Наименование показателя	Ед. измерения	Китай	РФ	ОЭСР
Средняя заработная плата на одного работника	долл. США	7267	6691	40007
Продолжительность жизни	при рождении	75,2	67,9	80,0
	В возрасте 65 лет	15,6	14,4	19,3
Население старше 65 лет	% населения	9,5	13,2	16,2
Коэффициент замещения	% от утраченного заработка	80,5	86,4	63,2

Составлено по: Pension at a glance 2015. [http://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/pensions-at-a-glance-2015\\_pension\\_glance-2015-en](http://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/pensions-at-a-glance-2015_pension_glance-2015-en)

Также отметим очень низкую вероятную продолжительность жизни при рождении в РФ – лишь 67,9 лет. В Китае она на 8 лет дольше, а в развитых экономиках достигает 80 лет. Из-за этого вероятность воспользоваться в полном объеме накопленными средствами российским и китайским пенсионерам гораздо меньше. Это является демотивирующим фактором участия населения в накопительных пенсионных программах. Отличительной особенностью китайской пенсионной реформы также является то, что, не смотря на сохраняющиеся диспропорции в возможностях формирования пенсионных прав между городским и сельским населением, мы видим (см. табл. 3.16), во – первых, существенное увеличение круга лиц, участвующих в системе; во – вторых, нивелирование разрыва в пенсионном обеспечении между государственными служащими и работниками частных предприятий; в – третьих, возможное увеличение пенсионного возраста и увеличение роли накопительного финансирования. Все эти меры должны уменьшить риски бедности в старости.

Таблица 3.16 – Схема реформирования пенсионной системы в Китае

Уровни (ступени пенсионного обеспечения)	Дореформенная структура	Предполагаемый результат реформы
0-й уровень (социальные пенсии)	-	2009г. Новая социальная пенсионная система для сельских регионов 2011г. Новая городская социальная пенсионная система для неформального рынка труда
1-й уровень (распределительная система)	1997г. Пенсионная система для работников предприятий, солидарная, обязательная, коэффициент замещения до 50 %	2015г. Новый этап реформы. Снижение коэффициента замещения для госслужащих до среднего по стране
	1952 г. Пенсионная система для госслужащих, до 90 % коэффициент замещения	
2-й и 3-й уровни	-	2014 г. Новая объединенная унифицированная пенсионная система Китая на основе страховых принципов, 15 лет участия, 12 страховых программ от 100 до 2000 юаней в год
4-й уровень	Неформальная поддержка семьи	Неформальная поддержка семьи как источник дополнительного дохода в пенсионный период

*Составлено автором*

В отличие от России и стран транзитивной экономикой, где модификация траектории развития накопительной компоненты противоположна по направлению развитым экономикам (в Чехии с 2016 г. обязательная часть будет отменена полностью, в Польше произошла национализация накоплений граждан, а в России накопительная часть пенсии заморожена до 2017 г.), в Китае правительством и КПК взят курс на поддержку накопительных принципов в пенсионном обеспечении.

## Выводы по главе

В развитых экономиках государство считает одной из главнейших задач заботу о благополучии пожилых граждан. Такой подход соответствует постиндустриальному пониманию роли семьи в заботе о старшем поколении и снимает с института семьи эту задачу. Государственное вмешательство позволяет также существенно снизить уровень бедности в пожилом возрасте, связанный с тем, что люди в молодом и среднем возрасте недоучитывают риски старости. Именно поэтому пенсионная система является необходимым институтом развитого государства, а ее устройству и функционированию уделяется столько внимания

Пенсионные фонды и страховые корпорации, выполняя функции институциональных инвесторов, становятся ведущими игроками на финансовых рынках. Структура инвестиционного портфеля крупнейших пенсионных фондов высоко диверсифицирована и включает максимальное количество разнообразных активов, доступных на финансовом рынке.

Преимущества накопительной пенсионной системы очевидны и важны для постиндустриального общества с быстро стареющим населением и высокой социальной нагрузкой на экономику. Вместе с тем ее широкому внедрению препятствуют весьма сложные обстоятельства, а именно то, что:

- а) все накопительные пенсионные системы зависят прежде всего от функционирования таких институциональных инвесторов, как пенсионные фонды;
- б) если отчисления аккумулируются на индивидуальных счетах работников, то они не могут быть использованы для финансирования текущих пенсионных обязательств.

Пенсионная реформа всегда является составной частью структурных преобразований в экономике и социальной политике государства, ее основная цель – создание многоуровневой пенсионной системы, позволяющей обеспечить гражданам возможность получения достойной пенсии после окончания трудовой деятельности. При сравнительном анализе

сценариев реформирования пенсионных систем в Великобритании, Германии, Италии, Нидерландов, Польше, Чехии, Китае и России мы выявили следующие общие тенденции:

1. Уменьшение значимости базовой распределительной части пенсии в пользу более высоких уровней и изменение возраста выхода на пенсию. Таким образом происходит разделение функций государства по снижению бедности в старости и замещению утраченного заработка и их перераспределение на разные уровни пенсионного обеспечения.

2. Модернизация принципов формирования пенсионных прав происходит в следующих направлениях:

- борьба с бедностью приобретает черты социального обеспечения, так как право на получение такого рода пенсии основано на принципе нуждаемости и бюджетном финансировании (источник – налоговые поступления). Риски в данном случае полностью берет на себя государство, а перераспределение доходов происходит через принцип солидарности поколений;

- замещение утраченного заработка, основанное на индивидуальном вкладе и учете продолжительности жизни пенсионера, позволяет говорить об учете актуарной составляющей при расчете будущих выплат. В свою очередь принцип солидарности поколений утрачивает свое значение;

- увеличение роли накопительного финансирования, которое может внедряться в самых разнообразных формах: от создания и инвестирования страховых резервов в рамках государственной системы до полной приватизации системы пенсионного обеспечения.

3. Общим для всех реформ является и перенесение управления риском наступления старости и риском долгой жизни с государственного на частный уровень.

4. Модификация пенсионной системы в России идет параллельно как с развитыми странами, так и со странами Центральной и Восточной Европы, которые также в начале 2000-х гг. перешли от распределительных механизмов к рыночным.

Вышеперечисленное позволяет считать нашу гипотезу подтвержденной.

5. При формировании дальнейших направлений реформирования пенсионной системы РФ следует обращать внимание, как на положительные, так и на отрицательные последствия определенных решений:

5.1 в Великобритании пенсионерам предоставлено несколько вариантов распоряжения личной сформированной пенсионной корзиной. Это не просто персонифицирует вклад каждого пенсионера в общую копилку, а вызывает чувство личного участия и может стать элементом мотивации для дополнительных отчислений по добровольным программам. Такой опыт очень актуален для России, где высока доля скрытой оплаты труда и неформальной занятости;

5.2 возможность самостоятельно выбирать вариант распоряжения накопленными средствами требует высокой финансовой грамотности населения и ответственного отношения к периоду старости. Именно этого пока недостаточно в нашей стране;

5.3 немецкий опыт может быть полезен тем, что при достаточно большой доли распределительной компоненты в системе, остается гибкость при учете особенностей трудового стажа и личного вклада будущего пенсионера;

5.4 возможность досрочного выхода на пенсию при длительном трудовом стаже предусмотрена как в Германии, так и в Италии, что также актуально для России;

5.4 еще одним положительным опытом реформирования может стать внедрение в России условно-накопительной компоненты (опыт Италии), позволяющей рассредоточить риски на широкий круг лиц и снизить риск для каждого отдельного участника;

5.1 национализация пенсионных накоплений так и не позволила решить основных проблем пенсионной системы Польши, однако стала еще

одним «пятном» на репутации регулятора. В тоже время в нашей стране мораторий на накопительную составляющую решено продлить и на 2016 год.

В настоящее время пенсионное обеспечение в России основывается на обширной законодательной базе, насчитывающей большое число федеральных нормативных правовых актов, регламентирующих источники формирования средств пенсионного обеспечения, принципы и методы накопления, сохранения и распределения имеющихся ресурсов, причем идет постоянная модификация этой законодательной базы, поэтому сравнительный анализ пенсионных реформ, проходящих одновременно с российской (как в странах с развитой экономикой и имеющих длительную историю развития пенсионных рынков, так и стран с транзитивными экономиками) очень важен для дальнейшей разработки направлений развития пенсионной системы и стимулирования граждан для участия в ней.

Общее направление реформирования пенсионной системы как в Китае, так и в России, совпадает с развитыми странами и предполагает существенный перенос управления риском бедности в старости на индивидуальный уровень. Но все-таки в РФ ее основной задачей является сбалансированность пенсионной системы за счет поощрения более длительного стажа работы посредством перенесения основных начислений баллов именно на период трудовой деятельности после наступления пенсионного возраста при не обращении за начислением трудовой пенсии. За каждый год трудового стажа после общеустановленного пенсионного возраста как фиксированная, так и страховая части пенсии будут увеличиваться на соответствующие коэффициенты. Таким способом регулятор откладывает выполнение своих обязательств перед пенсионером на более поздний срок и уменьшает ожидаемый период выплаты.

Проблема ликвидации бедности пенсионеров может быть решена только в долгосрочной перспективе с помощью индивидуализации накопительной части пенсии. Также России стоит использовать уже накопленный мировой опыт реформ с учетом своей специфики: повышение пенсионного возраста

(более социально одобряемым является использование словосочетания «стимулирование более позднего выхода на пенсию») и стимулирование развития добровольной системы пенсионных схем и пенсионного страхования. Все вышеперечисленные пути решения проблем пенсионной системы дадут экономический эффект только в средне- и долгосрочной перспективе. Значит, необходимо проанализировать факторы риска и потенциал увеличения финансовой устойчивости пенсионной системы в ближайший период.

## **Глава 4. Финансовая конвергенция как механизм повышения конкурентоспособности субъектов финансового рынка**

В конце XX в. стремительное развитие фондового рынка гарантировало, что практически любая бизнес-модель, в которой использовался интернет и современные технологии, обязательно будет успешна. Однако сегодня изменяются условия, в которых приходится действовать институтам финансового рынка, в ситуации экономического кризиса компании снижают расходы везде, где это возможно, свертывая необязательные процессы, прибегая к аутсорсингу. Ныне рост бизнеса зависит от его способности использовать возможности финансовой конвергенции. В данной главе будут рассмотрены и проанализированы предпосылки продвижения финансовых конгломератов на пенсионный сегмент финансового рынка и соответствующие им направления развития регулирования финансового рынка.

### **4.1. Предпосылки трансформации классического типа финансового конгломерата**

Как было показано в предыдущих главах финансовая конвергенция – это процесс взаимопроникновения конкурирующих ранее между собой субъектов, работающих в разных секторах финансового рынка. Ведущей институционально-организационной формой финансовой конвергенции является финансовый конгломерат, который отражает специфику



финансовой конвергенции и характеризующийся повышением конкурентоспособности фирм, входящих в него; неформальным объединением фирм; разнообразием форм объединения капитала фирм внутри него. Финансовые конгломераты (ФК) достаточно подвижны с позиции их структуры, так как юридически она ограничена только возможностями и приоритетами собственников и высшего менеджмента ФК. Для повышения собственной конкурентоспособности у субъектов разных секторов финансового рынка возникает необходимость поиска таких механизмов конкурентной борьбы, которые учитывали бы не только специфику, но и схожесть, близость функционирования соответствующих секторов финансового рынка. Названная схожесть проявляется, например, в том, что все секторы финансового рынка могут иметь одного и того же клиента, могут предлагать клиенту схожие продукты и услуги и т.д. Поэтому стремление участников финансового рынка повысить свою конкурентоспособность приводит к желанию субъектов одного сектора финансового рынка использовать эту схожесть, т.е. использовать, например, клиентскую базу, рынки сбыта, а также уже конкурентоспособные, отработанные продукты, технологии и методы работы субъектов другого сектора финансового рынка.

Трансформация финансовых конгломератов (традиционно включавших банковский, страховой и инвестиционный сегменты) как крупных неформальных объединений капитала в мировой экономике обусловлена множеством факторов, однако можно выделить основные предпосылки создания нового типа такого глобального финансового института. Автор особо выделяет эффектообразующие факторы, ставшие катализаторами для взаимопроникновения страхового и пенсионного сегментов мирового финансового рынка и появления финансовых конгломератов с пенсионной составляющей.

1. *Конкуренция за клиента* – основной стимул для финансовой конвергенции. Из-за текущих демографических тенденций в мире группа

населения преклонного возраста будет самой многочисленной в ближайшие два-четыре десятилетия. В данном контексте финансовая конвергенция дает постоянный и гарантированный приток клиентов, а финансовый конгломерат с пенсионной составляющей будет иметь конкурентные преимущества перед классическим.

2. Изменения в управлении рисками жизненного цикла, а именно риском бедности старости (трансфер риска с общественного на индивидуальный уровень).

3. Банкострахование. Возможные клиентская, технологическая, продуктовая и сбытовая общности деятельности банков и страховых компаний и пенсионных фондов, относящихся к разным секторам финансового рынка, являются драйверами дальнейшей финансовой конвергенции.

4. Продуктовая конвергенция – источник финансовых инноваций, которые возникают на стыке финансовых технологий. Страховые компании имеют возможности использовать преимущества пенсионных фондов и тем самым расширить спектр предлагаемых услуг и наоборот.

5. Конвергенция норм, правил, стандартов и надгосударственная политика в области пенсионного и страхового обеспечения. Рассмотрим вышеперечисленные тенденции подробнее.

#### **4.1.1. Конкуренция за клиента**

Конкуренция за клиента сегодня осуществляется в условиях глобального рынка и доступности информации благодаря развитию информационно-коммуникационных сетей интернета, мобильных приложений и т. д, когда появляется возможность быстрого поиска необходимой информации, сравнения предложений и цен. Все это, с одной

стороны, сокращает время транзакции для самого клиента, а с другой – подразумевает наличие доступной и понятной информации о финансовом продукте на сайте компании, серьезные издержки на IT-инфраструктуру провайдера услуг. Подобная ситуация сокращает жизненный цикл товара, делая необходимым постоянно разрабатывать все новые и новые предложения, модифицировать имеющиеся. Однако на таких рынках, как страховой и пенсионный, столь агрессивная стратегия предложения может быть не понята клиентом, ведь речь идет об управлении рисками жизненного цикла. К тому же сама финансовая услуга является отложенной и требует доверия к страховой компании или пенсионному фонду.

Для поддержки сложившейся структуры конгломерата (банковский, страховой, инвестиционный бизнесы) и нормы доходности необходимо искать направления получения прибыли. Так как конкуренция за клиента существенно обострилась, необходимо расширять спектр клиентов, которые могут пользоваться предоставляемыми конгломератом услугами. Тут следует опять обратиться к глобальным демографическим тенденциям: самую большую страту населения через ближайшие 20–40 лет будут составлять люди пенсионного возраста. Напомним, что по оценкам ОЭСР, численность пожилого населения старше 65 лет (самый распространенный в мире возраст выхода на пенсию) к 2050 г. достигнет в странах, входящих в ОЭСР, 350 млн человек по сравнению с 53 млн в 1950 г. и 199 млн в 2014 г. Динамика с 1950 г. по 2014 г. такова, что во всех без исключения государствах, охваченных исследованием ОЭСР, количество пожилого населения увеличивается более быстрыми темпами, чем остальные группы. Заметим, что Россия также не является исключением: в 1950 г. в стране было 6,3 млн человек старше 65 лет, в 2014 г. – 18,5 млн, а в 2050 г. численность такой группы населения составит 27 млн человек. Интересно отметить, что в одном только Китае, по прогнозам, в 2050 г. будет почти столько же пожилого населения, сколько во всех странах ОЭСР, вместе взятых (330 млн человек).

Такое увеличение числа потребителей, находящихся в преклонном возрасте, не может не обратить на себя внимания со стороны членов финансовых конгломератов. Наиболее легкий путь – включение в состав конгломерата еще одного звена – пенсионного фонда. Это, во-первых, уменьшит издержки на создание направления «с нуля», во-вторых, даст дополнительный приток технологий, которые характерны именно для пенсионных фондов. В-третьих, глобальность финансовых конгломератов обуславливает и некоторые иные их преимущества, связанные с региональной диверсификацией [8]. Крупный финансовый альянс, имеющий возможность существенно рассредоточить свою деятельность по земному шару, способен существенно сократить свои валютные [39, с. 76–87] и страновые риски.

Для финансовых конгломератов становится очевидным, что в таких столь быстро изменяющихся условиях существования финансового рынка необходимо четко представлять себе те ниши, где возможны наибольшие продажи предлагаемых конгломератом услуг. С точки зрения стратегического планирования развития конгломерата и особенностей предлагаемых финансовых услуг надо определить, какой клиент будет наиболее многочисленным и платежеспособным. Принимая во внимание рассмотренные нами ранее демографические тенденции развития большинства развитых стран и стран с транзитивной экономикой, следует обратить внимание именно на будущих пенсионеров, которые сейчас находятся в трудоспособном возрасте и отвечают обоим условиям: их количество в ближайшие 20–40 лет будет постоянно увеличиваться и на сегодняшний день они обладают приемлемой платежеспособностью.

Следует также учесть и расходы на привлечение клиента. Такие расходы фактически являются расчетным показателем, который не может быть сопоставимым для всех компаний без исключения. Кроме того, этот же показатель не может быть принят как универсальный на глобальном уровне. Для развитых рынков, на которых рост ограничен, а культура потребления и

уровень требований к продукту высоки, аквизиционные затраты также будут выше, чем на не до конца освоенном, растущем рынке развивающейся страны. Территориальный охват тоже не может выступать в качестве подходящего критерия в силу многочисленности факторов, влияющих на результативность какой-либо из территорий: плотность населения, средний личный располагаемый доход на данной территории, культурологические факторы, определяющие склонность к риску.

По нашему мнению, необходимость вовлечения в финансовый конгломерат пенсионного фонда будет зависеть от увеличения эффективности операций последнего в составе ФК. В исследовании некоторых авторов показано, что «сбытовая деятельность изолированно оперирующих страховщиков основывается на большем уровне принимаемого ими технического риска. Они вынуждены ежегодно принимать на собственное удержание ожидаемый ущерб, составляющий более половины от их активов, в то время как члены финансовых конгломератов имеют возможность обеспечить свою деятельность за счет менее агрессивной политики, принимая на удержание риски величиной менее трети от суммы принадлежащего им имущества» [96, с. 431-433]. Данный вывод можно распространить и на независимые (автономные) пенсионные фонды.

Еще одна тенденция, проявляющаяся в конкуренции за клиента, – снижение страховых тарифов. Современная методика оценки мирового страхового рынка основана на ежегодном расчете глобального страхового индекса компании Marsh (*Marsh Risk Management Global Insurance Index*)<sup>95</sup>, который является средневзвешенным показателем динамики мировых тарифов на страхование за предыдущие 4 квартала и отражает текущее состояние мирового страхового рынка. Согласно обзору Marsh, основная тенденция на мировом рынке в 2012-2016 гг. – снижение страховых тарифов. Наиболее существенное снижение премий по пролонгированным договорам

---

<sup>95</sup> Компания Marsh — крупнейший в мире страховой брокер и консультант.

страхования, которое лежит в основе глобальных и региональных индексов, наблюдается в Латинской Америке (на уровне 3%). Снижение тарифов зафиксировано также в Азиатско-Тихоокеанском регионе (2,4%), Великобритании (1,7%) и континентальной Европе (1,3%). Однако имеются признаки стабилизации в некоторых странах, включая Германию, Италию и Нидерланды, в то время как ряд других стран, в частности Турция и ОАЭ, по данным Forinsurer, зафиксировали рост страховых тарифов [355]. Эту негативную тенденцию также больше возможностей преодолеть с помощью увеличения клиентской базы и расширения линейки услуг, что достигается включением пенсионной составляющей в конгломерат.

Таким образом, *Финансовые конгломераты с пенсионной составляющей увеличивают преимущество в сбыте за счет* фокусировки на наиболее многочисленной и платежеспособной нише мирового финансового рынка. Обострившаяся глобальная конкуренция за клиента привела к необходимости модификации не только предложения, но и расширения числа потенциальных заинтересованных потребителей предлагаемой услуги и снижения ее стоимости.

#### **4.1.2. Трансфер риска бедности в старости с общественного на индивидуальный уровень**

В развитых экономиках государство считает *одной из главнейших задач заботу о благополучии пожилых граждан*. Такой подход соответствует постиндустриальному пониманию роли семьи в заботе о старшем поколении и снимает с института семьи эту задачу. Государственное вмешательство также позволяет существенно снизить влияние на уровень бедности в пожилом возрасте фактора, связанного с тем, что люди в молодом и среднем возрасте *недоучитывают риски старости*.

Именно поэтому пенсионная система является необходимым институтом развитого государства, а ее устройству и функционированию уделяется столько внимания.

Обязательные пенсионные программы сейчас действуют практически во всех государствах мира. Оптимальное устройство пенсионной системы найти сложно, оно зависит от внутренних демографических и экономических характеристик страны, от задач, которые перед собой ставит государство, от развитости других институтов. При построении существующих пенсионных систем в основу были заложены базовые социал-демократические принципы, базирующиеся на солидарной ответственности поколений, а именно:

- богатый платит за бедного;
- здоровый платит за больного;
- работающий платит за неработающего.

Идея «государства благосостояния», главная задача которого – перераспределение доходов общества таким образом, чтобы обеспечить всех его членов равными социальными правами, превалировала на протяжении второй половины XX в. Именно эта идея привела к становлению такой модели социальной политики государства, которая подразумевает основную роль государства в разработке и реализации программ социального обеспечения (помощи) широким малообеспеченным слоям населения и обеспечение в старости. Таким образом, согласно этой теории, именно государство было ответственно за заботу о населении. Основным индикатором, отражающим принятие на себя государством социальных рисков и управление ими, является доля социальных расходов в ВВП (см. табл. 4.1.).

Таблица 4.1 – Динамика доли государственных и обязательных частных социальных расходов в объеме ВВП стран в 1980– 2016 гг.

Страна	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013	2014	2015	2016
Австралия	10,3	12,1	13,1	16,9	18,2	16,7	16,7	18,1	18,7	18,8	19,1
Австрия	22,0	23,3	23,2	26,0	25,5	25,9	27,6	27,6	27,9	28,0	<b>27,8</b>
Бельгия	23,1	25,6	24,4	25,2	23,5	25,3	28,3	29,3	29,2	29,2	29,0
Великобритания	15,6	18,2	15,2	18,3	17,7	19,4	22,8	21,9	21,6	21,5	<b>21,5</b>
Венгрия	..	..	..	..	20,1	21,9	23,0	22,1	21,4	20,7	<b>20,6</b>
Германия	21,8	22,2	21,4	25,2	25,4	26,3	25,9	24,8	24,9	25,0	25,3
Греция	9,9	15,4	15,7	16,6	18,4	20,4	23,8	26,0	26,1	26,4	27,0
Дания	20,3	19,3	22,0	25,5	23,8	25,2	28,9	29,0	29,0	28,8	28,7
Исландия	..	..	13,2	14,7	14,6	15,9	17,0	16,6	16,7	15,7	<b>15,2</b>
Ирландия	15,7	20,4	16,8	17,5	12,6	14,9	22,4	20,2	19,2	17,0	<b>16,1</b>
Израиль	..	..	..	17,0	17,0	16,3	16,0	16,1	16,2	16,0	16,1
Италия	17,4	20,1	20,7	21,0	22,6	24,1	27,6	28,6	29,0	28,9	28,9
Канада	13,3	16,4	17,5	18,4	15,8	16,1	17,6	16,9	16,8	17,2	..
Латвия	..	..	..	0,0	14,8	12,2	18,7	14,4	14,2	14,4	14,5
Мексика	..	1,7	3,2	4,1	4,8	6,3	7,5	..	..	..	..
Нидерланды	23,3	23,8	24,0	22,3	18,4	20,5	22,1	22,9	22,7	22,3	22,0
Норвегия	16,1	17,2	21,6	22,5	20,4	20,7	21,9	21,8	22,4	23,9	25,1
Польша	..	..	14,6	21,8	20,2	20,9	20,6	19,6	19,5	19,4	20,2
Словакия	..	..	..	18,4	17,6	15,8	18,1	18,1	19,3	19,4	<b>18,6</b>
Словения	..	..	..	5,7	22,4	21,4	23,4	24,0	23,1	22,4	22,8
Испания	15,0	17,1	19,2	20,7	19,5	20,4	25,8	26,3	26,1	25,4	<b>24,6</b>
Швеция	24,8	27,0	27,2	30,6	26,8	27,4	26,3	27,4	27,1	26,7	27,1
Швейцария	12,8	13,4	12,1	16,1	16,3	18,4	18,4	19,2	19,3	19,6	19,7
Турция	4,0	3,2	5,5	5,6	7,7	10,3	12,8	13,4	13,5	..	..
США	12,8	12,8	13,2	15,1	14,3	15,6	19,3	18,8	18,8	19,0	19,3
Финляндия	17,7	21,7	23,3	28,9	22,6	23,9	27,4	29,5	30,2	30,6	30,8
Франция	20,2	25,2	24,3	28,3	27,5	28,7	30,7	31,5	31,9	31,7	31,5
Чили	..	..	9,8	11,0	12,7	8,7	10,5	10,0	10,5	11,2	..
Чехия	..	..	14,2	16,1	18,0	18,1	19,8	20,3	19,9	19,5	19,4
Эстония	..	..	..	..	13,8	13,0	18,3	15,9	16,0	17,0	17,4
Ю. Корея	..	..	2,7	3,1	4,5	6,1	8,3	9,3	9,7	10,1	10,4
Япония	10,2	11,1	11,1	14,1	16,3	18,2	22,1	23,1	..	..	..
<b>Россия</b>					<b>10,5*</b>	<b>9,1</b>	<b>13,6</b>	<b>13,3</b>	<b>12,4</b>	<b>12,0</b>	
ОЭСР в среднем	14,9	16,5	16,9	18,8	18,0	18,8	21,1	21,1	21,1	21,0	21,0

\*данные на 2002 г.

Источники: [http://stats.oecd.org/index.aspx?DatasetCode=SOCX\\_AGG](http://stats.oecd.org/index.aspx?DatasetCode=SOCX_AGG); Росстат РФ; [http://genderbudgets.ru/biblio/rzhanicya\\_soc\\_raskhody\\_bjudzheta\\_na\\_2013.pdf](http://genderbudgets.ru/biblio/rzhanicya_soc_raskhody_bjudzheta_na_2013.pdf); <https://www.hse.ru/data/2015/05/20/1097292445/%D0%92%D1%8B%D0%BF%D1%83%D1%81%D0%BA%203.pdf>



Отметим, однако, что в 2015-2016 гг. динамика показателя в среднем по странам ОЭСР замедлилась, а в некоторых странах (Австрия, Исландия, Испания, Ирландия, Нидерланды, Швеция) наблюдается снижение. Даже страны с сильными традициями социального обеспечения, такие как Швеция и Финляндия также в 2016 г. замедлили темпы роста расходов на социальные нужды. Что касается РФ, то наблюдается планомерное снижение социальных расходов: если в 2010 г. они составляли 13,6% от ВВП РФ, то в 2015 г. составили 12,0 %. Данный показатель меньше почти в два раза среднего по ОЭСР в 2015 г. (21 %). И все же изменение долгосрочного тренда доли социальных расходов от ВВП пока остается положительным и в среднем по странам ОЭСР доля социальных расходов составила в 2016 г. 21,0 % от ВВП. Даже в кризисные 2008 и 2009 гг. несмотря на отрицательный прирост ВВП, доля социальных расходов росла достаточно высокими темпами. Самым ярким примером в этом отношении является Швеция, где в 2009 г. прирост ВВП был отрицательным (почти 5%), а доля социальных расходов в ВВП выросла на 2,7%. (см. табл. 4.2).

Таблица 4.2 – Прирост ВВП и доли социальных расходов в ВВП в некоторых странах мира (2008–2009 г.)

Страна	Прирост ВВП, %		Прирост социальных расходов, % к ВВП	
	2008	2009	2008	2009
Германия	0,80	-5,1	0,2	2,6
Швеция	-0,76	-4,97	0,2	2,7
США	-0,29	-2,80	0,7	2,2
Япония	-1,04	-5,53	1,2	2,3
В среднем по странам ОЭСР	0,19	-3,50	0,8	2,2

Составлено по: OECD. Economic Outlook. 2013. URL: [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO93\\_INTERNET#](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO93_INTERNET#)

Действительно, государство выполняет в полной мере роль «социального амортизатора», поддерживая состояние малоимущих слоев населения на достаточно хорошем уровне. Государство несет социальные издержки, и многие исследователи видят в этом стабилизирующий фактор.

Однако восприятие социальной справедливости как простого увеличения доли социальных расходов в ВВП не совсем корректна. Парадокс состоит в том, что чем больше государства тратят на социальные программы поддержки населения, тем сильнее малоимущие хотят и меньше желают самостоятельно изменять ситуацию в сторону повышения своих доходов. В развитых государствах образовалась прослойка населения с «потребительской психологией», живущего на социальные пособия и не желающего работать. Формируется целая когорта населения (домохозяйств), которая рассчитывает не на свои силы, а исключительно на помощь государства.

По мнению автора, этот процесс ведет свое начало от эпохи государства всеобщего благосостояния и вряд ли в современных условиях может быть продолжен. Такой тип государства существовал в условиях жестких рамок и ограничений для движения капитала, большой доли государственной собственности. В 1980-х гг. XX в. под влиянием изменений в политических системах и нарастания противоречий в экономике капиталистических государств существующие в то время установки в обществе начали меняться. Поэтому стало необходимым внести коррективы в общепринятые стандарты понимания роли государства в таком значимом вопросе социально ориентированного государства, как обеспечение граждан в пожилом возрасте.

Как было показано автором на основе эмпирического анализа в Главе 3, сегодня регуляторы почти всех стран мира стимулируют развитие и формирование таких социальных программ долгосрочного страхования и пенсионного обеспечения, в которых инвестиционный риск переходит от финансового института на индивидуальный уровень, к клиенту. В условиях длительной экономической рецессии, волатильности финансовых рынков это является важным стимулом взаимопроникновения пенсионного и страхового сегментов финансовых рынков [313] и дальнейшего развития процессов

финансовой конвергенции. Для страховщиков – это вариант снижения общего уровня риска и возможность более качественного управления им.

Текущие пенсионные реформы индивидуализируют риск бедности в старости, иными словами, индивид сам должен обеспечить себе определенный доход с помощью имеющихся в распоряжении финансовых инструментов. Основной и наиболее известный для большинства инструмент – пенсионные схемы, предлагаемые автономными пенсионными фондами, с которыми в той или иной мере уже сталкивались работающие граждане. На новом этапе в начале XXI века стоит ожидать большого притока новых клиентов «мелких инвесторов» - будущих пенсионеров в автономные пенсионные фонды.

#### 4.1.3. Банкострахование

Пионерами финансовой конгломерации были, конечно, банки. Непрерывная череда слияний и поглощений на финансовых рынках США и Европы, начавшись в середине 80-х годов XX в., породила новый вид финансовых институтов - банкостраховые группы (*bancassurance groups*). Возникло и новое понятие «банкострахование» (в англоязычной литературе используется термин *bankassurance*), обозначающее в самом общем смысле интеграцию банковских и страховых услуг и передачу страховой компанией части функции продаж страховых продуктов посреднику – банку. Преимущество такого типа организации состояло в том, что они могли предложить своим клиентам полный пакет финансовых услуг, включающих как основные банковские, так и страховые услуги. В то же время, страховое подразделение такой организации, располагая большим объемом «длинных» денег, могло вкладывать их при помощи банковского подразделения на

короткий срок, например, в краткосрочное кредитование клиентов или в финансирование экспортно-импортных операций.

Если рассматривать страховые корпорации как компонент финансового банкострахового конгломерата, то можно предположить ряд положительных свойств данного объединения. Страховая компания имеет возможность обратиться к аффилированному банку за заемным финансированием. При этом ставка кредитного финансирования может быть ниже рыночной по ряду причин. Банк будет располагать всей полнотой информации о страховой компании, включая некоторые данные, охраняемые как коммерческая тайна. Соккрытие подобной информации от партнера, с которым находишься в предельно плотном взаимодействии бессмысленно и дорого. Уменьшенная информационная асимметрия позволяет более точно оценивать кредитный риск страховой компании в данной ситуации, а фактор долговременного сотрудничества снижает вероятность оппортунистического поведения с ее стороны по отношению к банку-кредитору. Вкупе это и имеет своим результатом снижение ставки процента заемного финансирования. Выгода самого страховщика в данном случае состоит в том, что он не нарушает своей инвестиционной программы. Отсутствие необходимости в отвлечении существенного объема активов из портфеля позволяет поддерживать изначально определенный баланс риск-доходность. Особенное значение данный аспект имеет для компаний, осуществляющих страхование жизни. В данной подотрасли могут реализоваться риски, требующие значительных объемов возмещения, что будет ставить под угрозу реализацию долгосрочных инвестиционных программ, так как для долгосрочных финансовых инструментов гораздо сложнее найти субституты, которые можно было бы без потери качества инвестиционного портфеля включить в его состав позднее, после реализации основных активов.

Банкостраховые группы быстро распространились по всему миру, так как банки обладают значительной сетью филиалов, представительств и

отделений, которые можно использовать для продажи страховых продуктов, а также банки имеют более интенсивные по сравнению со страховыми компаниями контакты с клиентами. Для страховщика – это метод расширения клиентской базы страховой компании за счет клиентов банка, а также спектра предлагаемых страховых услуг за счет традиционно широкого спектра банковских услуг, каждая из которых может быть потенциально застрахована. Инновации, касающиеся каналов распространения страховых продуктов обусловлены прежде всего процессами конвергенции в сфере финансовых услуг, а также изменением состава и качества потребителей. Более подробно об этом можно прочитать в публикациях автора и других отечественных исследователей [63], где обстоятельно проанализированы экономические стимулы, являющиеся ведущими для развития взаимодействия между банками и страховыми компаниями.

Модели банкострахования разнятся по регионам мира в зависимости от дизайна финансовых продуктов, особенностей развития банковского сектора, а также законодательной базы. Классическая Европейская модель предполагает формирование интегрированной системы с общей долевой собственностью между страховой компанией и банком. В США модель банкострахования предполагает практически полное разделение функций между двумя финансовыми институтами, в то время как на многих развивающихся рынках в Азиатско-Тихоокеанском регионе крупные иностранные страховщики конкурируют за имеющиеся ограниченные банковские платформы.

Рост банковского страхования значительно отличается между географическими регионами. Например, американские исследовательские компании [323] предполагали, что уровень банкострахования в США достигнет проникновения на рынок страхования жизни до 30 % США, что сопоставимо с Европой. Однако из-за кризиса достигнутый уровень в 2016 г. составил лишь 2% и, по сути, банки предлагают расширенный спектр сторонних страховых продуктов, чтобы обеспечить больший выбор для

своих клиентов. Напротив, на бурно развивающихся рынках Азиатско-Тихоокеанского региона и Латинской Америки, показатели банкострахового канала дистрибуции стремительно приближаются к Европейскому уровню. По данным информационного агентства Bloomberg в Европе около 55 % страховых полисов продается через банки. Банковское страхование имеет аналогичную долю рынка в Гонконге [349]. В Китае в 2016 г. на продажи посредством банкостраховых каналов приходится около 30% всех новых полисов, однако банки вместо ориентации на долгосрочные алвны по страхованию жизни и пенсионные страховые продукты, больше внимания обращают на продажу проуктов с высокой маржой, а именно страхования жизни заемщиков. Отметим, что в Азии проникновение страхования очень низкое, поэтому готовая клиентская база банка является очень важным элементом бизнеса. Впрочем, такая ситуация характерна для многих транзитивных экономик.

Использование инфраструктурной сети финансового посредника страховой компанией происходит на возмездной основе. Это позволяет ему снизить свои издержки на поддержание сетевой структуры, что в отдельных случаях может привести к расширению или углублению обслуживающей системы. В случае если данное начинание окажется высокоэффективным как для финансового посредника в лице банка, так и для страховой компании, расширение сети продолжится. Таким образом, как у страховой компании, так и у другой стороны возникших отношений формируется заинтересованность в развитии деятельности партнера.

Методика развития инфраструктуры продаж, основанная на использовании мощностей иного финансового посредника, не несет значительного набора рисков, сопутствующего более инновационным путям расширения. Фактически она воспринимается клиентом как нечто консервативное или как органическое развитие дела финансового посредника, с которым он связывает свою деятельность уже определенное время. Особенно ярко данное преимущество проявляется при сравнении

использования финансового супермаркета с Интернет-каналами продаж, недостаточная контролируемость, обезличенность и отсутствие развитой системы законодательного регулирования которых может отпугивать потенциальных клиентов страховой компании.

Использование технологии «one stop finance» также может быть целесообразным, если банк как владелец сети обслуживания клиентов также является обладателем известной на рынке торговой марки – брэнда, ассоциация с которым может существенно упрочить позиции страховой компании. Для клиента данная схема будет сигналом, своего рода, поручительства или аккредитации, которые известный финансовый посредник готов предоставить страховой компании. Подобный эффект можно наблюдать в большом количестве случаев, так как именно крупные финансовые агенты, пользующиеся значительным доверием со стороны рынка, обычно располагают крупными системами обслуживания клиентов и представляют, таким образом, наибольший интерес. Данный аспект будет представлять наибольший интерес для страховых компаний, которые осуществляют вход на новый для себя рынок. Такая финансовая услуга, как страхование на дожитие, дает возможность страхователю пользоваться накопленным резервом в качестве кредитного ресурса, что позволяет говорить о проникновении страховщиков и на банковский сектор рынка.

Все более заметное распространение в банкостраховании получают технологии противостояния рискам, альтернативные классическому страхованию и основанные на сочетании (конвергенции) страховых и финансово-банковских технологий, такие как ART (*alternative risk transfer*), доля которого в общем объеме страховых услуг постоянно нарастает. Первоначально технологии альтернативного управления риском были распространены в сегменте страхования рисков природных катастроф, что позволяло компаниям получить большую емкость для страхования и защитить себя от сверхкрупных выплат, и лишь сейчас эти технологии стали проникать на рынок страхования жизни и пенсионных услуг [225].

ART можно определить как финансовую программу, или программу управления рисками, в которой одновременно используются техники страхового и перестраховочного рынков с банковскими методами и методами управления активами на рынке капиталов. Иными словами, это трансферт страховых рисков на рынок капиталов. Подобный процесс непосредственного выхода неспециализированных организаций на рынок страховых услуг, процесс создания и использования универсальных банковско-страховых продуктов для защиты от отрицательного воздействия рисков на природу, бизнес и общество в целом и рассматривается как одно из наиболее заметных проявлений конвергенции в финансовой сфере.

Ключевое отличие ART от традиционного страхового рынка в том, что страховой и перестраховочный рынки предоставляют защиту от рисков, а рынки капиталов предоставляют дополнительное покрытие за счет самострахования. ART все-таки не является альтернативой перестрахованию рисков, это интегрированный способ управления рисками в дополнение к перестрахованию. Этот способ, по нашему мнению, будет все больше распространяться на финансовом рынке, так как позволяет инвестору диверсифицировать риски. Как известно финансовые инновации классическом понимании – это разделение инвестиционного риска на ликвидных рынках с помощью производных финансовых инструментов, трансформации депозитов в кредиты и т. д. Для этого необходимыми являются значительные объемы финансовых операций, достаточно высокая скорость их проведения, а также ликвидность и государственное регулирование, что соответствует ориентации на краткосрочные операции. В то же время к числу рисков можно отнести:

- 1) риск потери ликвидности в связи с операционной деятельностью;
- 2) сложность управления неликвидными активами, так как основной упор делается именно на более ликвидные активы;
- 3) направленность основных ресурсов провайдера услуги на краткосрочные сделки, а не на долгосрочные сложные проекты;



Это означает, что система уязвима и подвержена внезапным сбоям. Таким образом, трансфер рисков в условиях все увеличивающейся подверженности рискам внезапных сбоев, роста цен на перестраховочные услуги, ожиданий инвесторов и необходимости диверсификации рисков будет весьма востребован.

Как участник финансового конгломерата страховщик получает доступ к новым разработкам в области оценки риска, которые применяются финансовыми посредниками других типов. Как показывает исследование, проведенное Д. А. Левинталем и У. М. Коэном (Cohen W. M., Levinthal D. A.) [159], интенсивный обмен технологиями (в данном случае мы рассматриваем технологии в самом широком смысле этого слова как способ организации любой части бизнес-процесса) существенно увеличивает темпы развития отрасли. Таким образом, при интенсификации обмена ноу-хау с прочими участниками финансового конгломерата страховщик получает доступ как к решениям, могущим иметь непосредственное применение в страховой отрасли, так и к идеям, которые могут подтолкнуть его сотрудников к разработке собственных методик проведения анализа. К первой категории можно отнести, например, методики, обеспечивающие бесперебойность функционирования накопительных пенсионных схем для банков и инвестиционных компаний, ко второй – практически любой внутрикорпоративный показатель уровня риска [96, С. 431-433].

Комбинации разных финансовых услуг могут стать эффективными также в тех странах, где проводится реформы пенсионной и социальной систем: ноу-хау банковского сектора может быть использовано на страховом и пенсионном сегментах национальных финансовых рынков. Более того, коммерческие банки являются частью более крупных систем и аффилированы с инвестиционными институтами (инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые компании). Это позволяет получать дополнительную информацию и принимать решения с учетом ее (М. Массима и З. Реман (Massima M., Rehman Z.)) [250]. Таким образом, банки в

составе финансовых конгломератов объединяют депозитные функции со страхованием, инвестиционным банкингом, управлением активами и пенсионными фондами, а также совмещают иные функции финансовых посредников.

Процессы интеграции банковского и страхового сектора экономики не обошли и Россию [79]. Как и в общемировой практике, банкам и страховым компаниям в России запрещено быть одним юридическим лицом. Согласно статье 5 Федерального закона от 2 декабря 1990 г. № 395-1 «О банках и банковской деятельности» кредитной организации запрещается заниматься производственной, торговой и страховой деятельностью [4]. С точки зрения страховой отрасли в прежней редакции Федерального Закона «Об организации страхового дела в Российской Федерации» [3] содержался прямой запрет на осуществление страховщиками отдельных видов деятельности (в частности, банковской, торгово-посреднической и др.) Действующая же редакция Закона такого запрета не содержит, но положения п. 2 ст. 4.1 Закона содержат прямой перечень субъектов страхового дела, а п. 1 и 2 ст. 6 указывают на виды деятельности, которые вправе осуществлять страховщики как субъекты страхового дела, где банковское дело отсутствует. В Законе также дано определение понятия «страховщик»: «страховщики – юридические лица, созданные ... для осуществления страхования, перестрахования, взаимного страхования». А далее положения п. 2 ст. 6 Закона раскрывают, что именно понимается под «страховой деятельностью». К понятию «страховой деятельности» указанная норма относит оценку страхового риска, получение страховых премий (страховых взносов), формирование страховых резервов, инвестирование активов, определение размера убытков или ущерба, осуществление страховых выплат, осуществление иных, связанных с исполнением обязательств по договору страхования, действий. Отметим, однако, что ни закон «О банках и банковской деятельности», ни закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» не запрещает банкам и страховым организациям

быть учредителями соответствующих организаций. Таким образом, в России также существуют возможности для развития банкострахования.

Рост российского рынка банкострахования в 2012 г. составил, по разным оценкам, до 30% к объемам 2011 г. Однако в 2014-2016 гг. рост заметно снизился из-за кризисных явлений в экономике. Отметим, что пока с количественной точки зрения сравнивать объемы российского сегмента рынка банкострахования с таковыми в западных странах представляется некорректным, однако по темпам роста на фоне продолжающегося кризиса показатели вполне впечатляющие. Вместе с тем, по нашему мнению, выигрывать на этом рынке будут компании, имеющие аффилированный банк в структуре финансовой группы. Сегодня банки и страховщики уже не просто предоставляют друг другу свои профильные услуги. В сентябре 2010 г. на конференции международной ассоциации страховщиков и финансовых посредников LIMRA были озвучены любопытные данные: 42% доходов одного из крупнейших в мире финансовых конгломератов с «коренным» банковским бизнесом HSBC, получены были от продаж страховых услуг. Для сравнения доля доходов от кредитной деятельности конгломерата составила всего 8% [339]. С этим соглашаются и сами страховщики: согласно прогнозам СОАО ВСК [90, с. 11-14] у каждого российского банка (банковской группы) топ-20 будет своя страховая компания и бОльшая часть привлекательного розничного бизнеса, который занимает до 81% в структуре рынка банкострахования, перейдет в дочерние страховые компании банков.

По сравнению с коммерческими банками, специализирующимися на сборе краткосрочных депозитов и предоставляющими краткосрочные кредиты, сберегательные институты, действующие на основе долгосрочного контракта, долгосрочных обязательств и стабильных финансовых операций являются идеальным источником долгосрочных инвестиций, определяющих экономическую и политическую ситуацию, а также динамику экономического роста. Таким образом, банки и страховые компании, входящие в банкостраховые группы, решают проблемы с капитализацией за

счет перераспределения средств внутри группы. Банковские услуги и услуги по страхованию дополняют друг друга в предлагаемом клиентам едином продуктовом ряде. Банкостраховые группы в современных условиях трансформируются в финансовые конгломераты, аккумулируют огромные средства, которые инвестируются также и при помощи взаимных инвестиционных и пенсионных фондов, чем способствуют процессам изменения самих финансовых конгломератов. В целом банкостраховые группы работают в духе концепции «финансового супермаркета», предлагая клиенту все виды финансовых услуг в одном месте.

#### 4.1.4. Продуктовая конвергенция

Проникновение в новые сектора финансового рынка позволяет участникам конгломерата овладеть технологиями конкурентов из других секторов рынка и начать разрабатывать гибридные продукты, имеющие черты, например, как депозита, так и страхового полиса. Способность и готовность предпринимателей брать на себя риски и создавать новые инновационные конвергированные финансовые продукты (услуги)<sup>96</sup>, а также участвовать в новых объединениях на рынке, позволяющих успешно продавать вновь созданные продукты (создавать спрос), могут стать дополнительным катализатором роста экономики.

При анализе продуктовой конвергенции следует определить ее плюсы и минусы. С позиции отличительных признаков финансового продукта для

---

<sup>96</sup> Автору представляется, обоснованным использовать термины «банковский продукт», «страховой продукт», «финансовый продукт». Некоторые исследователи (см., например, Швед. О. О понятиях «банковский продукт» и «банковская услуга» // маркетинг в России и за рубежом. 2011. № 1. <http://dis.ru/library/520/29174/> (дата обращения 22.10.2016) банковские и страховые услуги понимают как операции по обслуживанию клиентов, которые носят дополнительный характер (обслуживание, сервис). В западной литературе устоялось словосочетание «финансовый продукт». Мы рассматриваем термин «финансовый продукт» как синоним «финансовой услуги».

целей регулирования конвергированный продукт (услуга) (т. е. продукт, имеющий сходные черты с продуктами других отраслей финансового рынка) будет иметь меньше требований со стороны регулятора, чем два отдельных. С позиции потребителя такой продукт будет сложнее понять, так как в комплексном продукте будут смешаны признаки как банкострахового, так и пенсионного продукта. Также такого рода конвергенция (по сути – унификация) приведет к тому, что существенно уменьшится разнообразие финансовых продуктов (услуг) на рынке. Недостаток четких отличительных признаков внесет также недопонимание как со стороны потребителя, так и со стороны провайдера этого продукта.

В классическом понимании для финансового продукта (услуги) фундаментальными являются четкое юридическое определение и отличительные признаки, что обуславливает структурирование самой финансовой системы. Они помогают потребителю определить, что финансовые институты, предлагающие сходные продукты, будут одинаково нести ответственность и выполнять условия договора. Единообразие регулирования каждой услуги (будь то страховой полис, договор пенсионного страхования, депозит, пенсионный план) является основой защиты прав потребителей сложных финансовых услуг.

С начала 1990-х гг. в мире наблюдается интенсивное смешение функций между различными секторами финансового рынка, что выражается в появлении новых типов сложных финансовых продуктов [140]. Потребитель, однако определяет их чаще всего по типу провайдера того или иного финансового продукта. Автор выделяет основные факты, демонстрирующие проявление указанной тенденции:

1) *Накопительное страхование жизни (с наследуемой суммой) и динамические гибридные страховые продукты* занимают рыночные позиции банковских депозитов и создают конкурентное давление и в том числе для низкорисковых инструментов биржевой торговли, если потребитель выбирает так называемую страховую накопительную программу unit-linked с

участием в прибыли страховщика. Низкая инфляция и конкурентная процентная ставка по долгосрочным накопительным страховым программам и пенсионным схемам по сравнению с банковскими депозитами стимулировала клиентов к инвестициям в долгосрочные схемы сбережений. Продукты и услуги страхования жизни оказались для потребителей более привлекательным инструментом сбережений, так как средний процент, предлагаемый страховщиками (актуарный процент), в долгосрочной перспективе был более конкурентоспособен, чем банковский процент. Услуги и продукты страхования жизни становились во многих странах важнейшим инструментом финансовых сбережений и послужили основой того, что страховые компании вошли в пул тех услуг по сбережению, которые были монополией банков.

2) *Пенсионные депозитные сертификаты сочетают черты банковского, страхового и пенсионного продуктов.* Еще в 1994 г. FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) [338] дала разрешение на разработку и внедрение нового банковского продукта, имеющего черты как страхового полиса, так и банковского депозита и пенсионного счета – «пенсионного депозитного сертификата» (*retirement certificates of deposit*). Суть этого продукта в том, что клиент открывает счет минимум на 5000 долл. и одновременно депозит на 1000 долл. Он выбирает дату окончания действия программы и систему выплаты с учетом того, что до двух третей суммы могут быть выплачены сразу после наступления пенсионного возраста и начала выплат, а остальная часть – равными частями пожизненно клиенту или его правопреемнику. Регулятор в лице FDIC классифицирует этот конвергированный продукт как «застрахованный» сертификат, так как он являлся застрахованным на сумму до 100 000 долл., однако данная страховка не распространялась на обязательства банка по пожизненным выплатам клиенту [180]. Несомненно, в данном продукте сочетаются черты как банковского, так и страхового и пенсионного продуктов, что делает

сложным вопрос регулирования и надзора на таком финансовом рынке, как американский, организованный по функциональному признаку.

Напомним, что американский финансовый рынок регулируется на федеральном уровне антитрестовским законодательством, а основные функции регулирования и надзора сосредоточены в штатах на местном уровне. Поэтому некоторые штаты, например, Иллинойс (The Illinois Insurance Commissioner), отнесли пенсионный депозитный сертификат к разряду страховых продуктов и обязали банки, выпускающие их, иметь лицензию страхового брокера [101]. Гарантия пожизненных выплат с одновременным учетом риска смерти были ключевыми факторами, которые позволили регулятору штата Иллинойс отнести данный продукт к страховому. Суд штата Флорида полностью запретил банкам предлагать клиентам данный продукт [101]. Поэтому американская система регулирования страховой деятельности часто критикуется за отсутствие единых стандартов и разные условия деятельности страховщиков в зависимости от штата. Решение суда основывалось на том, что данный финансовый продукт предполагает андеррайтинговую процедуру оценки риска, а Акт Гласса – Стигала содержал запрет банкам заниматься страховой деятельностью. (Еще раз напомним, что 12 ноября 1999 года Актом о финансовой модернизации в США был отменен закон Гласса – Стигалла (*Glass-Steagall Act*), запрещавший банкам заниматься инвестиционной и страховой деятельностью.) Предоплаченные медицинские услуги также могут быть классифицированы как страховой или нестраховой продукт в некоторых штатах США. Например, в штате Юта это нестраховой продукт.

В США особенности регулирования финансового рынка позволяют отдельным штатам самостоятельно разрабатывать законодательство в отношении страховых, пенсионных и банковских продуктов. Даже если финансовый продукт является страховым и попадает под регулирование страхового рынка, то одновременно он может быть признан банковским и

инвестиционным (securities), и регулироваться местным банковским законодательством или законодательством рынка ценных бумаг.

3) *Пенсионные переменные аннуитеты (VAs)* являются инновацией последнего десятилетия и по показателям продаж в некоторых развитых странах (Япония и США) одним из наиболее привлекательных сложных финансовых продуктов. Ключевой особенностью этих продуктов является то, что (1) инвестирование происходит в долевые инструменты с защитой от падения их стоимости, (2) осуществляется хеджирование риска долгой жизни клиента, и (3) существует возможность частично вернуть уплаченные страховые премии. Пенсионные аннуитеты – это конвергированный страховой продукт с элементами инвестиционного дохода и страховой защиты. Во время периода накопления, страхователь вносит страховые премии страховщику по страхованию жизни, которые (за вычетом издержек) инвестируются в паевые инвестиционные фонды. Одновременно риски перестраховываются на финансовых рынках других стран. С началом периода аннуитетных выплат (при выходе на пенсию) клиент имеет возможность конвертации накопленных активов в пожизненные выплаты. Вторым вариантом распоряжения пенсионным аннуитетом является схема «деньги назад», возвращается только вся внесенная страхователем премия без полученного инвестиционного дохода, но более крупными платежами и в определенный клиентом период. В любой момент до исчерпания средств на счете второй вариант может быть конвертирован в пожизненный аннуитет. Этот конвергированный страховой продукт может стать достаточно привлекательным для клиентов разных стран (как развитых, так и стран с транзитивными экономиками).

Переменные аннуитеты (VAs) с инвестиционной составляющей как раз предлагают пожизненные выплаты после выхода на пенсию и одновременно защищают накопления от рыночных шоков. Такие гарантии предоставляются страховщиками. У. Хорнефф, Р Маурер и др. (Horneff V., Maurer R. et all) [211] показали возможные сценарии распределения потребления и



сбережения в трудоспособный период для пенсионного периода жизненного цикла индивидуума на примере переменного аннуитета с гарантированной минимальной выкупной суммой (Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit - GMWB). Ключевой особенностью этих продуктов является то, что они предлагают доступ к инвестициям в долевыми инструментами с защитой от падения, хеджирование риска долгой жизни, и частично возвращаемых страховых взносов, а также и минимальной выкупной суммой, то есть клиент имеет возможный доступ к инвестированию в акции компаний с определенной защитой своих финансовых вложений. Таким образом, во время периода накопления этот продукт является страховым, но в том числе часть страховой премии переносится на специальный счет клиента, после наступления пенсионного возраста накопленные средства клиента трансформируются в активы, формирующие пожизненную пенсию клиента. На фазе выплат продукт приобретает черты пенсионного.

Необходимость самостоятельного планирования будущих доходов в старости (а именно такую политику проводит государство по отношению к социальному риску старости в развитых странах) определяет необходимость обращения к услугам финансовых консультантов и агентов по финансовому планированию. Пенсионные фонды становятся сервис-провайдерами и выполняют задачи не только администрирования и инвестирования собранных пенсионных средств населения в стандартные пенсионные схемы, но и продвигаются дальше: предлагают потенциальному потребителю страховые продукты с целью занять и эту нишу. Однако с юридической точки зрения пенсионные фонды не могут открыто предлагать страховые продукты, так как не являются специально созданной для проведения страховых операций организацией и не имеют такой лицензии, поэтому фонд учреждает страховую компанию. В данном аспекте очень важен вопрос о том, кто несет риски, т. е. возникает проблема принципала-агента. Рассмотрим риски, с которыми сталкиваются заинтересованные стороны такой услуги.

*1) Инвестиционный риск.* Это неплатежеспособность фонда к моменту начала выплат пенсионных средств клиента. В данном случае много зависит от применяемой схемы (DB или DC<sup>97</sup>). В условиях низких процентных ставок на мировом финансовом рынке и сильной турбулентности финансовым институтам проблематично в долгосрочной перспективе обещать клиенту определённую фиксированную в договоре выплату, она может зависеть от множества внешних факторов.

Поэтому данный риск пенсионного фонда, использующего DB-схему, например, в Великобритании, переносится на работодателя или спонсора пенсионной программы. Дело в том, что такой риск, согласно законодательству страны, не может быть перестрахован в компании страхования жизни, так как эти компании не имеют права страховать риски пенсионных схем с установленными выплатами. В то же время в США существуют специальные финансовые услуги (так называемые «Safety-net», или гарантийные фонды), которые решают эту проблему. В Нидерландах для покрытия подобного риска регулятор требует наличия у пенсионного фонда дополнительных активов свыше актуарной стоимости (так называемая вторая линия резервов), а в Германии такие активы могут быть перестрахованы. Для дополнительного покрытия инвестиционного риска правительства должны разрабатывать ультрадолгосрочные финансовые инструменты (действующие в течение 30 лет и более). Поэтому практически все пенсионные фонды мира трансформируют программы с определенными выплатами (DB) в программы с определенными взносами (DC).

*2) Риск смерти или инвалидности до наступления пенсионного возраста,* если пенсионная схема предполагает увеличение выплат в тот

---

<sup>97</sup> Пенсионные схемы с установленными выплатами<sup>97</sup> (defined benefits или DB) — выплаты рассчитываются по заданной формуле (например, зависят от заработной платы в последние несколько лет, индексации); взносы идут как процент от заработной платы, устанавливаемый государством; системы с установленными взносами (defined contributions или DC) — сумма взносов устанавливается в договоре и поступает на личный счет работника; выплаты вычисляются в зависимости от доходности вложений.

момент. Это риск присущ обоим видам пенсионных планов и перестраховывается в компании по страхованию жизни.

3) *Риск долгой жизни*, когда пенсионер – владелец пенсионного счета или ее(его) супруг(а) живут дольше теоретически расчетного возраста, в течение которого предполагались пенсионные выплаты. Иногда этот риск полностью перекладывается на страховую компанию путем покупки аннуитета. Но зачастую пенсионные фонды, особенно в групповых схемах, оставляют риск долгой жизни на своем удержании, ведь разброс дожития в группе обычно невелик и соответствует расчетному. Нововведением последних лет стала оговорка в контракте о требовании покупки клиентом страхового аннуитета в случае дожития до 75 лет. Этим достигается согласованность конструкции пенсионного планов с установленными взносами (DB), т. е. этапом накоплений с этапом выплат. Аннуитизация может быть необходима, если пенсионные планы с установленными взносами являются основным источником финансирования пенсии, и тогда важной становится защита от риска долголетия. Перечислим факторы, влияющие на необходимость аннуитизации пенсионных схем:

- риски финансовых рынков: изменение дохода от инвестиций, инфляция;
- демографические риски: увеличение ожидаемой продолжительности жизни;
- риски рынка труда: безработица, рост/снижение заработной платы.

По нашему мнению, на этапе начала выплат пенсии, наилучшим вариантом для потребителя может стать возможное сочетание получения одномоментно части доходов крупной суммой (после наступления пенсионного возраста) и пожизненного аннуитета. Последний вступит в силу после достижения пенсионером возраста, соответствующего средней продолжительности жизни в стране и индексируется по уровню инфляции.

4) *Риск раннего выхода на пенсию*. Длительные периоды накопления взносов позволяют повысить пенсионный доход для данного уровня взносов.

Согласно данным исследования, проведенного ОЭСР в рамках «Дорожной карты ОЭСР по совершенствованию пенсионных планов с установленными взносами», увеличение срока накопления для будущей пенсии путем отсрочки выхода на пенсию, является наиболее эффективным способом повышения пенсионного дохода. Для увеличения срока участия в пенсионных накоплениях и увеличения размера взносов пенсионные фонды в составе финансовых конгломератов могут воспользоваться опытом страховых компаний, разрабатывающих продукты страхования жизни. В силу специфики маркетинга продуктов личного страхования страховщики используют психологические приемы работы с клиентами, стараясь улучшить их информированность и повысить уровень общей финансовой грамотности, тем самым более сложные конвергированные пенсионно-страховые продукты становятся доступными для понимания большинству клиентов. Возможным и самым активным субъектом стимулирования населения к более длительному накоплению должно, по нашему мнению, должно стать государство. Для этого существуют такие меры, как налоговые стимулы для участников пенсионных накоплений, автоматическое включение в пенсионный план (с возможностью отказа от участия, что уже реализовано в таких странах, как Великобритания и Италия), социальная реклама. Еще одним возможным путем может стать развитие аналогов микрострахования и микрофинансирования на пенсионном рынке [61, с.15]. Имеется ввиду предложение недорогих пенсионных программ, в которых до минимума сведены административные расходы, расходы на андеррайтинг, применяется единая прозрачная система ценообразования. Для реализации такого сценария развития провайдеры должны обладать достоверной информацией о демографической ситуации в стране, продолжительности и уровне жизни, которая будет использоваться как ориентир при разработке пенсионных схем.

#### 4.1.5. Изменение потребительского поведения

Если рассматривать конкуренцию за клиента с позиции потребителя финансовой услуги, то следует признать, что интернет и сетевые технологии существенно расширили количество предлагаемых услуг, осведомлённость клиента, возможности для поиска необходимой услуги, а также ценового сравнения. Актуальность этого подчеркивается количеством пользователей сетью интернет. По данным международной исследовательской организации Miniwatts Marketing Group [337], число пользователей интернета в мире составило на середину 2016 г. 3,7 млрд чел., тогда как в 2000 г. их было всего 360 тыс. чел. Рост за 16 лет составил почти 918.3%, причем охват населения земного шара интернетом по результатам 2016 г. превысит 46% [359]. Самое большое количество пользователей сети интернет – в Азиатско-Тихоокеанском регионе, что говорит о большом потенциале в плане развития электронных финансовых услуг (электронной коммерции в финансовой сфере) и о новом витке развития регулирования трансграничных финансовых страховых операций [145].

Еще один важный показатель – уровень проникновения пользователей, определяемый как доля населения в регионе, использующего интернет. Интересно, что в регионах с преобладанием пожилого населения проникновение наибольшее (например, в Европе 63,2%, в Австралии 67,6%), а это свидетельствует о том, что пожилые пользователи и люди среднего возраста являются также активными участниками сети. Так как потребление ныне выступает как средство реализации социального положения человека в обществе и выделения из «толпы», то информационно-коммуникационных технологии и интернет еще более расширили возможность выбора услуг, делают доступными территориально удаленные услуги, увеличивают возможность социализации посредством социальных сетей. Все это изменяет

не только ландшафт предоставления услуг, но и потребительские привычки населения. У провайдеров услуг появились новые рычаги воздействия на потребителей для продвижения предоставляемых услуг посредством прямого воздействия на каждого потребителя, ведь информация, появляющаяся в сети на самых посещаемых сайтах, имеет колоссальное воздействие. С учетом того, что финансовые услуги в основном имеют отложенный характер, судить о качестве самой услуги, а также о надежности ее провайдера сложно. Поэтому ключевое значение приобретают цена, удобство поиска информации на сайте, доступность ее изложения.

Заинтересованной стороной выступает и государство, которое получает преимущество при формировании или корректировке системы общественных ценностей с помощью социальной рекламы, специальных проектов и т. д. В этом аспекте для нас особое значение приобретает именно государство, которое имеет возможность сформировать необходимое в обществе отношение к участию населения в программах длительного накопления, которые выгодны как самому населению (самостоятельное обеспечение в престарелом возрасте), так и государству (сбережения как источник внутренних долгосрочных инвестиций). Пенсионные финансовые продукты относятся к массовому сегменту, поэтому не требуют специально разрабатываемых индивидуальных программ и дифференциации потребителя. На первое место выходят сформированная в обществе потребность и социальная ответственность граждан за свою старость, а не перекладывание этого социального риска на государство. Не стоит упускать из виду и тот факт, что потребитель может не обладать достаточными знаниями для принятия самостоятельного решения по приобретению пенсионного или страхового продукта (услуги). Кроме возможного консультирования таких потребителей, для преодоления слабой финансовой грамотности необходимо разрабатывать специальные «простые» финансовые продукты (услуги) по типу микрострахования, которые предполагают:

- простоту договора;
- минимальное количество исключений;
- простую процедуру урегулирования;
- минимальную стоимость, доступную даже самым низкообеспеченным слоям населения.

Последнее может стать определяющим моментом на пенсионном рынке. Как известно из теории, решающим фактором при выборе того или иного варианта выступают доходы (бюджет потребителя) и цена продукта или услуги. Конкуренция на финансовом рынке приводит к расширению количества услуг, предлагаемых различными организациями. Банки, страховщики, инвестиционные компании, пенсионные фонды и пр. предлагают клиентам широкий спектр услуг, прямо не связанных с их основной деятельностью. Самые интересные направления с позиции генерирования будущего дохода никогда не остаются без внимания, поэтому продукты пенсионного страхования востребованы как со стороны потребителей (клиентов финансовых организаций), так и со стороны продавцов (пенсионных фондов, страховых компаний, банков).

#### **4.2. Пенсионные фонды как часть финансового конгломерата**

Крупнейшие финансовые конгломераты мира рассматривают пенсионный сегмент мирового финансового рынка как серьезный элемент увеличения общей финансовой выручки конгломерата. Например, один из самых крупных страховых финансовых конгломератов AIG получил в 2012 г. 11 % выручки именно от пенсионного бизнеса (см. рис. 4.1).



Рисунок 4.1 – Финансовый конгломерат AIG: источники полученной выручки за 2012 г.

Составлено по: AIG Annual Report 2014.

В 2015 г., согласно данным годового отчета финансового конгломерата AIG, доля пенсионного и страхового направления по страхованию жизни составила 28 % – 15,6 млрд долл. (в 2013 г. – 25 %), при этом доля услуг пенсионного страхования увеличилась по сравнению с 2013 г. на 6%. Также в 2015 г. в конгломерате AIG отдельно было выделено новое направление: финансовые продукты (услуги) на мировых институциональных рынках (Institutional markets product Lines). Это главным образом пакетные финансовые продукты (value wrap products),<sup>98</sup> групповые аннуитетные контракты с фиксированным периодом взносов (для DB пенсионных планов с фиксированными выплатами), корпоративные и банкостраховые аннуитетные контракты по страхованию жизни (terminal funding annuities),<sup>99</sup> гарантированные инвестиционные контракты (guaranteed investment contracts (GICs)).<sup>100</sup> Новое направление деятельности осуществляется исключительно через специализированные маркетинговые и консалтинговые фирмы и страховых брокеров. Все вышеперечисленные финансовые продукты

<sup>98</sup> Инвестиционная схема, при которой инвестор пользуется различными брокерскими, консультационными и т. п. услугами, но платит только одну общую комиссию, включающую плату за управление инвестированными средствами, консультации и все другие предоставленные услуги.

<sup>99</sup> Групповые аннуитетные контракты с фиксированным периодом взносов (для DB пенсионных планов) [http://ilf.hartfordlife.com/public/products/term\\_fund/consum...](http://ilf.hartfordlife.com/public/products/term_fund/consum...)

<sup>100</sup> GIC страх., фин. гарантированный инвестиционный контракт (контракт между страховой компанией и институциональным инвестором (обычно — корпоративным пенсионным фондом), по которому инвестор вкладывает на определенный срок определенную сумму в страховую компанию, которая гарантирует сохранность основной суммы вклада и выплату определенных процентов)



(услуги) являются комплексными, имеющие признаки страхового и пенсионного сегментов. Они характеризуют стратегическую направленность ФК АIG на перспективный пенсионный сегмент финансового рынка.

На японском финансовом рынке регулятор разрешил страховым и банковским финансовым институтам участвовать в формировании пенсионных планов с установленными взносами для всех типов провайдеров финансовых услуг, наряду с традиционными страховыми компаниями по страхованию жизни и пенсионными фондами [278]. Это усилило конкуренцию между финансовыми посредниками и противопоставило их японским пенсионным фондам. Таким образом легитимно создается единое для участников конвергенции рыночное пространство, которое снижает удельные затраты для всех ее участников, что повышает эффективность их деятельности. Пионером в данном направлении является Япония, где крупнейшие финансовые конгломераты уже включились в борьбу за престарелого клиента. Основные игроки на рынке корпоративного пенсионного бизнеса представлены на рис. 4.2.

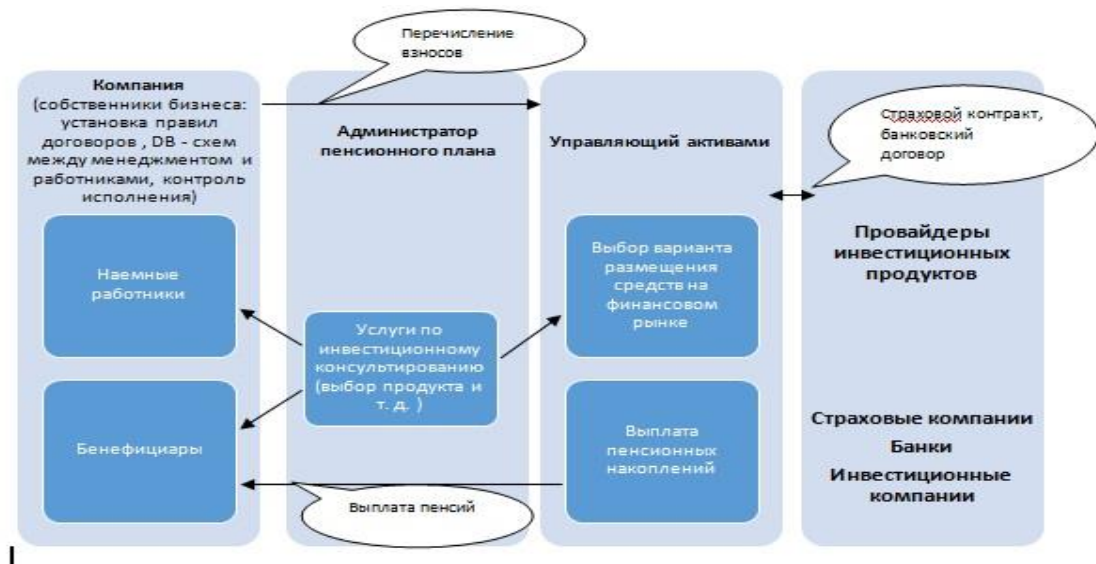


Рисунок 4.2 – Схема взаимодействия участников формирования накоплений работников пенсионных схем с определенными взносами в Японии.

Составлено по: [278].

Соответственно, возникают новые проблемы для регулятора, а именно:

- новые комплексные финансовые услуги «выходят» из надзора соответствующего сектора, но риски остаются в финансовой системе;
- отсутствует определение достаточности капитала финансового конгломерата и составных его частей;
- возможно «заражение» одного сектора риском другого;
- потребители долгосрочных финансовых услуг могут принять неправильное решение (из-за сложности конструкции услуги), которое приведет к уменьшению возможных выплат в будущем.

Важным фактором, ускорившим формирование нового типа финансового конгломерата в Японии, стала законодательная отмена ограничения для участия в формировании накоплений по типу DB-пенсионных схем для всех типов финансовых посредников, включая банки, страховые компании по рисковому виду страхования и пр., наряду с традиционными страховыми компаниями по страхованию жизни и трастовыми банками. Это, во-первых, усилило конкуренцию между финансовыми посредниками и, во-вторых, противопоставило их всех пенсионным фондам [325].

Финансовая конвергенция и выход на пенсионные рынки рассматривается страховщиками как источник новых ресурсов и капитала. Например, корпорация Lloyd's of London [245] в 2014 г. опубликовала стратегический план развития до 2025 г. В нем выделено шесть основных приоритетов развития, которые позволят соответствовать вызовам рынка. Основным лейтмотивом плана стала направленность на конвергенцию в перестраховании и разработка страховых продуктов, основанных на возмещении (*indemnity-based insurance products*). Такая модель трансфера риска, по мнению экспертов Lloyd's of London, будет обладать преимуществами перед конкурентами. Еще одним из направлений будет активная работа с институциональными инвесторами. В данном контексте

пенсионные фонды могут получить доступ к хорошо диверсифицированному рынку страхования и перестрахования Ллойда, что в современных условиях было бы очень кстати. Однако пока данный тип капитала рассматривается корпорацией очень осторожно, лишь в контексте возможных перспективных направлений [329], хотя в Великобритании страховые корпорации играют существенную роль на пенсионном сегменте национального финансового рынка (см. рис. 4.3).

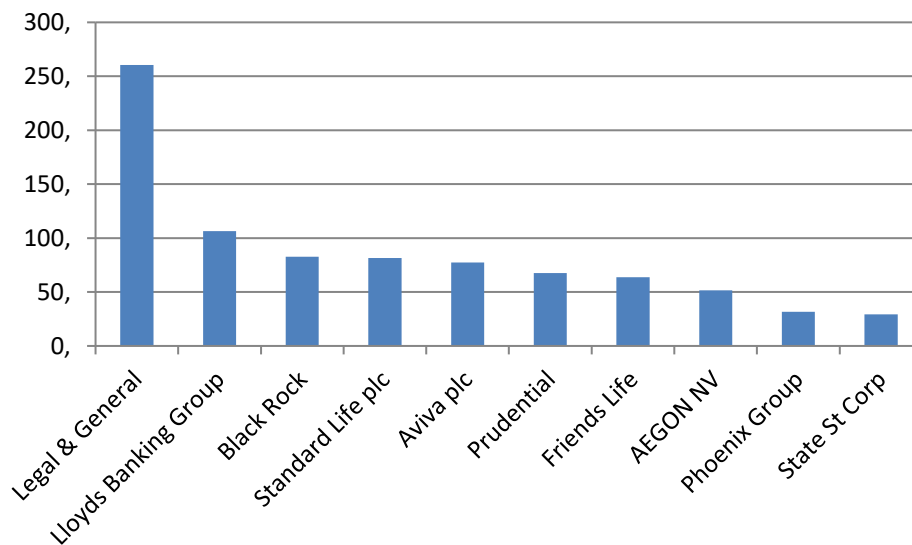


Рисунок 4.3 – Топ-10 Крупнейших страховых компаний Великобритании по величине денежных средств в пенсионных схемах, администрируемых страховщиками в 2012 году, млрд фунтов стерлингов

Составлено по: URL: <https://www.statista.com/search/?q=Share+of+insurance+corporations+on+pension>

Один из крупнейших «страховых» финансовых конгломератов голландский ING в 2013 г., не смотря на экономический кризис, успешно вошел на страховой рынок США (ING US) путем публичного размещения (IPO) и начал движение в сторону азиатских рынков [102]. Финансовый конгломерат ING, имеющей в структуре банковский и инвестиционный бизнес, отделение страхования жизни (NN GROUP) и оказывающий пенсионные услуги, в 2013 г. изменил структуру по требованиям Еврокомиссии. Теперь услуги по пенсионным накоплениям предоставляются через страховые компании в составе конгломерата как в корпоративном

сегменте через контракты с работодателями (страховые продукты, аннуитеты, инвестиционные контракты), так и для индивидуальных клиентов. В июле 2014 года, группа ING объявила о первичном публичном размещении акций NN Group на площадке Euronext в Амстердаме. После ряда последующих сделок в феврале, мае и сентябре 2015 года, а также в январе 2016 года, ING продала оставшуюся 14.1% акций страховщика на 14 апреля 2016 года. Более того, NN Group 2 ноября 2016 г. сделала публичное предложение о покупке для всех выпущенных и находящихся в обращении обыкновенных акций «Дельта Ллойд» [332]. Вновь образованная финансовая группа NN Group позиционирует себя как многофункциональный финансовый конгломерат без банковской составляющей, предлагающий услуги страхового, пенсионного и инвестиционного направлений в более чем 170 странах мира.

Финансовые конгломераты с «коренным» банковским бизнесом также начали движение в сторону пенсионного сегмента, расширяя спектр услуг именно за счет данного направления. Британский международный банк HSBC Holdings plc, является одним из крупнейших финансовых конгломератов в мире. По рейтингу журнала Forbes за 2015 г. он являлся крупнейшей (по капитализации) компанией в Европе и второй в мире. Структура группы HSBC представлена на рис. 4.4. Как видно из рисунка, наряду с услугами глобального банкинга, доверительного управления, важной составляющей являются финансовые услуги на пенсионном и страховом сегменте мирового финансового рынка.



Рисунок 4.4 – Структура финансового конгломерата HSBC Holdings plc.

Составлено по: <http://www.hsbc.com/about-hsbc/structure-and-network/group-members>

Особое внимание следует обратить на страны с транзитивными экономиками. В ходе реформ и приватизации государственной собственности сформировалось большое количество финансовых институтов – как пенсионных фондов, так и страховых компаний. Следующим этапом стала консолидация рынка, происходящая достаточно быстрыми темпами, приход иностранных игроков, что кардинальным образом изменило рынок. Например, в Чехии, все работающие на рынке пенсионные фонды являются частью финансовых конгломератов (см. табл. 4.3). Такая же ситуация характерна для большинства стран Восточной Европы.

Таблица 4.3 – Топ-5 пенсионных фондов Чехии, 2013г.

Наименование	Доля рынка, %	Собственники
Winterthur penzijní fond	23,3	Winterthur Leben AG, Švýcarsko –79,97%, ЕБРР, Великобритания – 20%
PF České pojišťovny	21,7	Česká pojišťovna – 100%
PF České spořitelny	13,4	Česká spořitelna – 100%
PF Komerční banky	13,3	Komerční banka – 100%
ING Penzijní fond	11,8	ING – 100%

Составлено по: <http://www.pensionseurope.eu/association-pension-funds-czech-republic>

Главной особенностью формирования финансовых рынков стран Восточной Европы стало то, что отмена ограничений на участие нерезидентов в капитале страховых компаний, банков, пенсионных фондов и пр. произошла на начальном этапе развития рынка и фактически обеспечила полную победу иностранного капитала над национальным. Вышеперечисленные факторы в совокупности своих влияний привели к тому, что при слиянии национального и международного рынков в странах Центральной и Восточной Европы произошла потеря национального контроля над целыми отраслями экономики, в том числе и над страховым рынком. Существенно пострадала сфера финансовых услуг, поскольку правила Всемирной торговой организации (ВТО) требуют обеспечения равного доступа частного капитала к оказанию любых услуг и открытой международной конкуренции в этой области.

Такая постановка вопроса является важным фактором развития конкуренции, но национальные страховые компании и банки сталкиваются с проблемами выживания. Де-факто иностранные страховщики (открытые филиалы европейских страховых компаний) смогли предоставить гражданам и компаниям «новых» рынков возможность пользоваться более крупными, длинными и дешевыми кредитными ресурсами, а также более качественными финансовыми услугами. Исключение составляет Россия, где финансовый рынок был изначально защищен и его удалось сохранить. Данный факт обычно объясняется протекционистской политикой государства, ограничивающего возможности участия иностранного капитала в страховом бизнесе. Этого нет необходимости отрицать, однако доминирование на российском финансовом рынке национальных компаний было предопределено особенностью российской экономики переходного периода. Кэптивы и схемное страхование, создание национальных финансовых конгломератов на основе сырьевого центра позволили национальным компаниям накопить необходимые финансовые ресурсы и опыт, утвердиться на рынке и успешно конкурировать с иностранными.

Таким образом, экспансия пенсионных фондов и страховщиков и формирование финансовых конгломератов нового типа, включающих не только банковский, страховой и инвестиционный сегмент, но и пенсионное направление – *pension fund management* – является новым для мировой экономики, хотя появление такого типа конгломерата было обусловлено целым рядом взаимосвязанных событий и прежде всего кризисом концепции государства благосостояния. В условиях длительной экономической рецессии задача обеспечивать клиентам приемлемый уровень дохода в длительной перспективе требует от финансовых конгломератов с пенсионной составляющей модификации *направлений инвестирования*.

Трансформирующиеся финансовые конгломераты очень гибко подходят к вопросам формирования стратегии долгосрочного инвестирования, формируя новые стратегии с учетом потребностей пенсионного и страхового секторов мирового и национальных финансовых рынков. Соответственно, востребованными становятся инфраструктурные инвестиции, инвестиции в новые источники энергии, вложения в медицинские исследования и эстетическую медицину.

*1. Инфраструктурные инвестиции и инвестиции в разработку новых источников энергии* требуют больших первоначальных вложений при разработке проектов и долгосрочности горизонта планирования. Зарубежные финансовые институты начали переориентацию своей инвестиционной активности еще в конце XX в., прежде всего, обратив внимание на энергетические рынки тех стран, где явственно прослеживались тенденции дерегулирования и развития саморегулирования [22, с.120-122]. Высокие цены на нефть в период до 2000-2014 гг. только ускорили данные процессы. После резкого снижения стоимости нефти и газа на мировых рынках небанковские финансовые посредники в лице пенсионных фондов и страховых компаний обратили внимание на нетрадиционные и новые источники энергии и инфраструктурные инвестиции. Такие вложения смогут

себе позволить только ориентированные на долгосрочную перспективу финансовые институты. Самыми подходящими могут стать пенсионные фонды, как государственные, так и частные, а также входящие в состав финансовых конгломератов. Более того, преимущество будут иметь именно те структуры, которые входят в конгломераты, так как с помощью внутриконгломератных трансферов смогут получить максимальные средства в самом начале реализации проектов. Заметим, что страны Латинской Америки оказались самыми первыми, кто увидел в инфраструктурных инвестициях будущее. Например, в Чили они были реализованы посредством инфраструктурных облигаций со страховыми гарантиями [118], в Мексике – посредством структурных финансовых продуктов. Пенсионные фонды, как правило, инвестируют в котируемые на бирже акции и относительно надежные государственные рынки облигаций. Однако они все чаще рассматривают возможность инвестиций в менее ликвидные активы, такие как недвижимость, инфраструктура и венчурный капитал. Такие инвестиции могут быть особенно привлекательными при условии, что инвесторы смогут получать с неликвидных в данный момент активов выплаты в долгосрочной перспективе. Несмотря на то, что уровень инвестиций пенсионных фондов в инфраструктуру по-прежнему достаточно низок в целом для ОЭСР (в среднем 1%), многие крупные пенсионные фонды, особенно канадские (OMERS, OTTP) и австралийские (Australian Super, UniSuper), интенсивно инвестируют в инфраструктуру (см. рис. 4.5).



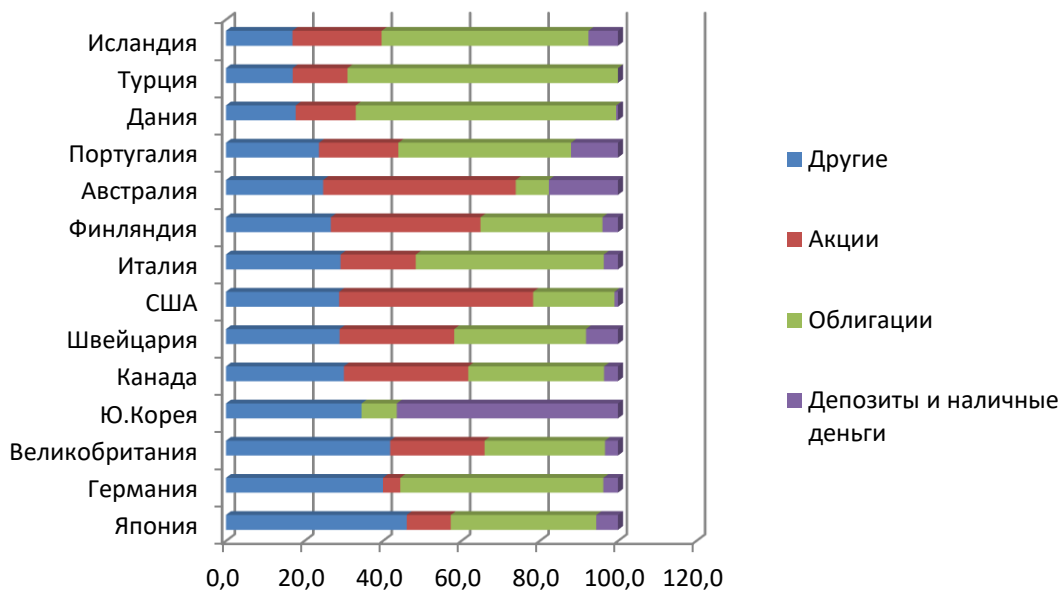


Рисунок 4.5 – Структура инвестиций пенсионных фондов в инфраструктуру: текущие и целевые, 2013 в % к общему объему инвестиций

Составлено по: Pension in Focus, 2014.

Примечание: категория «Другие» включают инвестиции в здания и сооружения, землю, структурные продукты, займы и др. инвестиции.

Системы обязательного накопительного пенсионного обеспечения и накопительные пенсионные схемы могут способствовать росту национальных накоплений. Это в особенности относится к странам с низким уровнем развития финансового сектора вследствие ограничений в сфере кредитования частных лиц. Они также могут осуществлять производственные капиталовложения в инфраструктуру и инновационные технологии, являющиеся основными источниками экономического роста. Конечно, регуляторы не остаются в стороне от открывшихся возможностей и начинают формировать соответствующие законодательные основы для привлечения крупнейших институциональных инвесторов в такие проекты для стимулирования роста ВВП. В 2013 г. Евросоюз начал разработку проекта «Европейская инициатива проектных облигаций», имеющего своей целью создать основу для финансирования инфраструктурных проектов с использованием рынка капиталов. Важным фактором также является обеспечение прибыльности операций, которая несомненно зависит от

эффекта масштаба привлеченных ресурсов (effect of scale) [219; 220, pp. 199-224]. Еще одним источником «длинных денег» могут стать так называемые суверенные фонды благосостояния. Это создаваемые государствами специальные инвестиционные фонды, состоящие из акций, облигаций, недвижимости и других финансовых инструментов, выраженных в иностранной валюте. Основными источниками финансирования суверенных фондов выступают добывающие отрасли (нефтяная и газовая). В период высокой конъюнктуры полученные от импорта нефти и газа средства (рис. 4.6.).

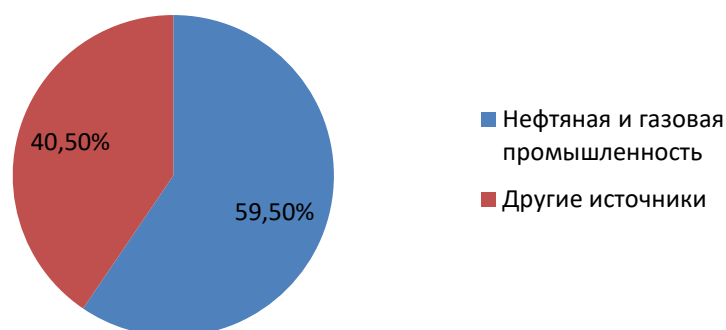


Рисунок 4.6 – Источники финансирования суверенных фондов благосостояния и их географическая принадлежность, 2015г.

Составлено автором по: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

С помощью суверенных фондов благосостояния государство диверсифицирует свои риски и получает инструмент для инвестирования с более высокой доходностью, чем государственные резервы [80]. Фонды выполняют двойственную задачу: с одной стороны, это чисто экономические функции, а с другой – уменьшение роста государственных расходов. Помимо экономических задач, суверенный фонд благосостояния выполняет политическую задачу предотвращения быстрого роста государственных расходов, которые сложно секвестрировать при неотложной необходимости. Отсюда в период спада экономической конъюнктуры государство получает дополнительный источник для выполнения своих социальных обязательств [266]. Накопленные активы Топ-10 суверенных фондов мира могут

сравниться с ВВП некоторых стран, а показанная доходность в условиях нестабильности на финансовых рынках говорит о перспективах такого рода накопления капитала (табл. 4.4).

Таблица 4.4. Активы и доходность крупнейших суверенных пенсионных фондов мира, млн долл

	Наименование фонда	Страна	Активы	Общая доходность 2013 г.
1	Government Pension Investment	Япония	1,264,670	9.45%
2	Government Pension Fund (Glo...	Норвегия	849,359	15.90%
3	ABP (Stichting Pensioenfonds...	Нидерланды	425,122	6.20%
4	National Pension Service	Ю.Корея	406,744	4.19%
5	California Public Employees ...	США	283,000	12.50%
6	Pension Fund Association for...	Япония	201,443	NA%
7	Canada Pension Plan Investme...	Канада	198,119	16.50%
8	PFZW	Нидерланды	195,464	3.70%
9	National Social Security Fund	Китай	191,438	6.29%
10	Central Provident Fund	Сингапур	184,030	NA%

Источник: <http://www.bloomberg.com/visual-data/best-and-worst//worlds-largest-managed-pension-funds> (дата обращения 22.03.2015).

Средства суверенных фондов благосостояния могут быть даны в оперативное управление пенсионным фондам, так как они, во-первых, имеют опыт работы с долгосрочными финансовыми инструментами, на которые суверенные фонды ориентированы; во-вторых, накопленные проценты можно использовать для покрытия дефицита бюджета пенсионных фондов, с которым они уже столкнулись сейчас, а в ближайшей перспективе этот вопрос станет одним из самых актуальных в социальной политике многих государств, судя по динамике роста их активов (см. рис.4.7).

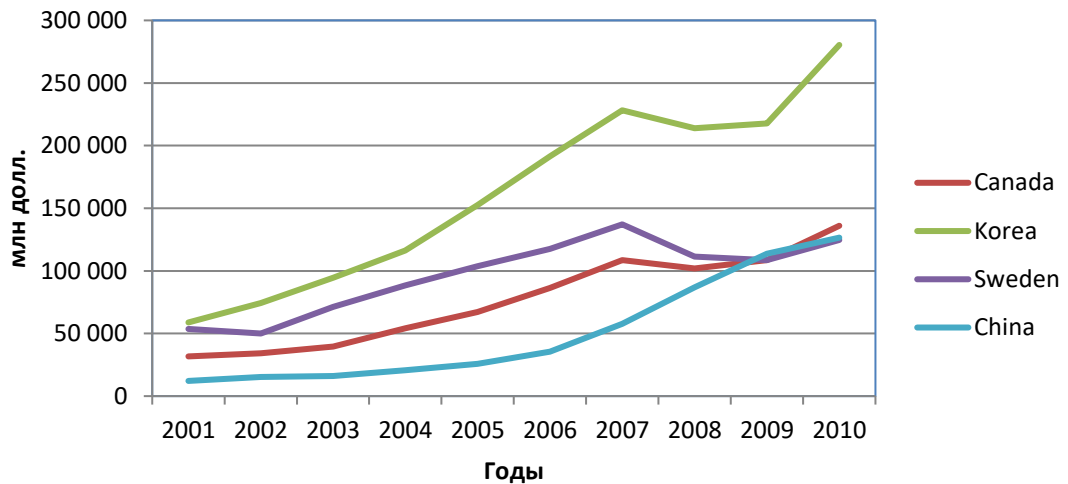


Рисунок 4.7 – Активы резервных пенсионных фондов в некоторых странах в 2001-2010 гг., млн долл.

Составлено по OECD Global Pension Statistics

Реализация такой модели возможна и через разработку новых продуктов финансовых конгломератов с учетом трансформации существующей системы государственного и надгосударственного их регулирования.

2. *Инвестиции в медицинские разработки и учреждения, предоставляющие медицинские и социальные услуги, а также услуги эстетической медицины.* Такого рода направление долгосрочных инвестиций становится возможным благодаря все увеличивающейся доле пожилого населения в мире. Известно, что с увеличением возраста человеку все более необходимым становится поддержание здоровья, а также внешнего вида. Это подразумевает развитие фармацевтических предприятий, научных исследований и разработок по поиску рецептов лечения неизлечимых на сегодняшний день болезней. Также высоковостребованной услугой у стареющего населения будет эстетическая медицина и стоматология. Отметим, что эстетическая медицина к тому же и достаточно дорогостоящая услуга, но это не снижает мотивации вложений в «продление молодости» у этой группы населения. В более глубоком пожилом возрасте (а доля такого населения также нарастает с увеличением продолжительности жизни) увеличивается необходимость не только медицинских, но и

специализированных социальных услуг, а также услуг длительного ухода за больными и одинокими людьми. Мы видим экспоненциальный рост альтернативных инвестиций (рис. 4.8), что говорит о привлекательности такого направления.

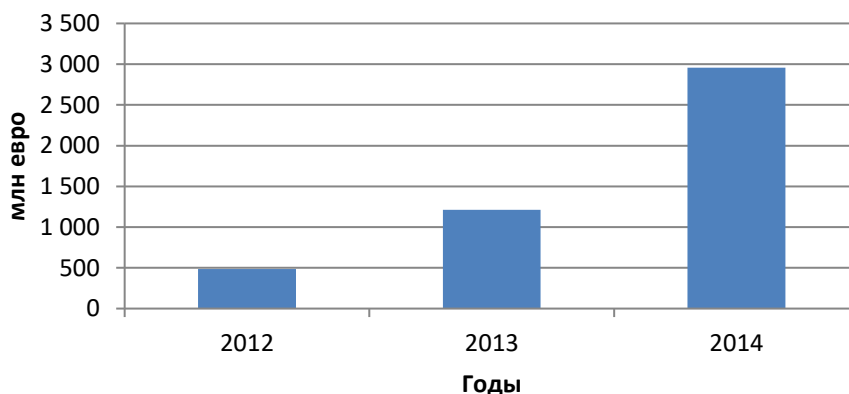


Рисунок 4.8 – Динамика рынка альтернативных финансовый вложений в Европе с 2012 по 2014 годы, млн евро

Составлено по: <http://www.statista.com/search/?q=pension+fund&statistics=1&studies=1&infos=1&industryReports=1&dossiers=1&forecasts=1&itemsPerPage=25&accuracy=and&sortMethod=idrelevance&subCategory=0&p=3>

Финансовые конгломераты могут получить доступ к таким инвестициям посредством:

- долгового финансирования (получение финансовых средств собственниками или подрядчиками проектов через проектные облигации);
- котирующихся на бирже инфраструктурных компаний (вложение средств в капитал компаний, вовлеченных инфраструктурные проекты и проекты по разработке альтернативных источников энергии;
- финансирования инфраструктурных фондов, таких как Brookfield fund, Macquarie Power and Infrastructure Corporation, Cube Capital, Alinda и др.;
- прямого инвестирования или софинансирования в акции проектных компаний, медицинских центров, медицинских организаций и т. д.

### **4.3. Глобальные вызовы и новые тренды развития государственного и межгосударственного регулирования в контексте финансовой конвергенции**

Возросшая сложность системы, появление новых глобальных игроков в лице финансовых конгломератов требуют бóльшей точности регулирования. Между тем оно, хотя и опирается на систему сложившихся в последние десятилетия международных институтов и взаимосвязей, по-прежнему базируется преимущественно на тех же рыночных принципах. Более того, в результате глобализации отдельные локальные диспропорции в рамках сформированных сетей распространяются в международном масштабе, затрагивая и «инфицируя»<sup>101</sup> подавляющее большинство стран мира [77].

В условиях все увеличивающихся макроэкономических рисков ясно, что политика регуляторов в лице Центробанков и иных государственных структур будет играть ключевую роль для эффективности финансовых рынков. Например, американская Федеральная резервная система впервые с 2006 года повысила учетную процентную ставку; европейский ЦБ объявил о программе покупки облигаций на 1 трлн евро; японский регулятор продолжает борьбу с дефляцией, а Народный банк Китая (Центробанк) запускает новую систему макроэкономических оценок (Macro Prudential Assessment - МРА), с помощью которой намерен стабилизировать деятельность национального финансового рынка страны и найти баланс между экономическим ростом и предотвращением рисков в преддверии

---

<sup>101</sup> Термин «инфекция» (contagion) появился во второй половине 1990-х годов ввиду пандемического распространения валютного кризиса и был исследован Б. Айхенгрином, А. Роузом и Ц. Виплошем. См.: [170].

включения юаня в корзину резервных валют МВФ (специальные права заимствования, Special Drawing Rights - SDR) в 2017 г.

Как видно, крупные экономические блоки и державы решают свои насущные проблемы, касающиеся локальных финансовых рынков, разными путями. Однако при высокой вероятности повышения процентных ставок на национальном финансовом рынке США, потенциальное воздействие может быть гораздо более ощутимым и для других рынков, что является важным фактором для институциональных инвесторов, ориентированных на длительные вложения как на национальных, так и на иностранных финансовых рынках. Таким образом, по результатам 2014-2015 гг. основные мировые экономические блоки оказались на разных траекториях развития (расхождения), что должно было повлиять и на таких крупных международных институциональных инвесторов, как пенсионные фонды и страховые корпорации.

Объединение разных финансовых институтов вызывает концентрацию рисков, что требует новых инновационных подходов к технике измерения и управления рисками в конгломерате. Во-первых, риск-менеджмент в основном является проблемой индивидуальных финансовых институтов, а не институтов внутри группы, поэтому отсутствует понимание профиля риска для группы. Построение системы риск-менеджмента вызывает дилемму управления рисками: управлять по бизнес-процессам или по однотипным рискам? Во-вторых, при создании единой и *взаимосвязанной системы отчетности и бухучета*, необходимой для контроля и управления финансовым конгломератом, необходимо увязывать несовпадающие системы учета и отчетности банков и страховых компаний. В-третьих, на этапе оценки *финансовых результатов*, достигаемых группой в целом, возникают дополнительные препятствия из-за использования членами группы разных методик. Банки исторически сконцентрированы на спреде ставки при относительно меньшем интересе к акционерной прибыли. Страховые компании по страхованию жизни обычно для определения

финансовых результатов применяют анализ стоимости (value analysis). Компании по имущественному страхованию и страхованию ответственности используют комбинированные ставки (combined ratios) и доход по акциям (return on equity).

Кроме вышеперечисленных рисков при объединении страхового и банковского бизнеса в рамках финансового конгломерата появляется также вероятность *эндогенных последовательных сбоев*. Если страхование банковских вкладов осуществляет страховая компания, входящая в конгломерат и размещающая свои резервы внутри него же, то наступление страхового случая вызовет нарушения в работе всей системы. Банк потеряет деньги не только за счет прямого ущерба от страхового случая, но и из-за изъятия резервов страховой компанией. Таким образом, происходит реализация противоречащих друг другу подходов к управлению риском: с одной стороны, риск списывается с баланса отдельной фирмы – участника конгломерата, с другой – риск полностью сохраняется в поле ответственности конгломерата как единого целого.

В рамках финансовой конвергенции объединение деятельности всех ее участников предполагает создание общего, единого для них рынка - на основе создаваемой общей клиентской базы и модификации известных продуктов или услуг, технологий создания, продвижения и продажи определенных видов продуктов и услуг, а также использования единых каналов распространения финансовых услуг. Возрастающее число финансовых конгломератов определяют изменение структуры менеджмента и разработку нового организационного механизма управления, так как взаимопроникновение культур интегрирующихся секторов (банковского, страхового и пенсионного) внутри финансового конгломерата имеет потенциальный риск *потери конкурентного преимущества конгломерата из-за недостаточной квалификации персонала*. Продажа сложных интегрированных финансовых продуктов требует высокопрофессиональной работы с клиентом и решения его



конкретных специфических проблем. Культура коммерческого банка заключается в создании обширной клиентской сети, поддержании малого риска, в стабильности компенсационных схем, обеспечении средней прибыльности и эффективности. Культура страховой компании биполярна. Деятельность компаний по страхованию жизни предполагает агрессивную маркетинговую стратегию, продажи услуг преимущественно финансовыми консультантами, получающими комиссионное вознаграждение. Культура страховой компании по рисковому виду страхования занимает промежуточное положение между культурой компании по страхованию жизни и культурой коммерческого банка. Рисковые виды страхования связаны скорее с пассивной (*pull*), а не агрессивно-активной (*push*) стратегией продаж. Следовательно, самая очевидная трудность – это индифферентность и недостаточность знаний и умений служащих банка для продаж страховых продуктов. Для пенсионных фондов близка культура страховых корпораций по страхованию жизни. Одним из решений может стать развитая корпоративная культура финансового конгломерата. Для того чтобы обеспечить нужную гибкость, управление группой начинается с персонального менеджмента и выяснения культурных различий, проходящее централизованным порядком. Именно персональный менеджмент помогает осуществлять рабочую ротацию и повышение квалификационного потенциала как в банке, так и в страховой компании и пенсионном фонде.

Важнейшим направлением развития регулирования финансовых конгломератов в новых условиях является анализ структуры рисков отдельных составляющих финансового конгломерата [111; 191; 217]. Из-за перенесения управления социальным риском старости на домохозяйство правомерно было ожидать, что регулятор также сформирует систему управления, соответствующую поставленным задачам и ориентированную на пенсионный финансовый продукт (услугу), предоставляемый финансовыми конгломератами, так как именно по этим категориям домохозяйства

выбирают то или иное направление вложения своих денежных ресурсов. В данном случае наблюдается проявление эволюционирования государственного регулирования от отраслевого принципа к продуктовому. Следует вспомнить предложенный одним из основоположников институционализма Т. Вебленом принцип «кумулятивной причинности», согласно которому экономическое развитие характеризуется причинным взаимодействием различных экономических феноменов, усиливающих друг друга.

Однако до сих пор не выработано даже концепции анализа рисков финансового конгломерата: при оценке финансовой устойчивости его членов подавляющее большинство контрольных институтов (будь то функциональные регулирующие органы, или мегарегуляторы, хотя задачей последних в перспективе выступает регулирование деятельности финансовых конгломератов как единых организаций) рассматривают их, прежде всего, как обособленные хозяйствующие субъекты. Административные взаимосвязи и возможности кроссекторной и межрегиональной поддержки предприятиями друг друга зачастую игнорируются [58; 315]. Аналогично могут быть проигнорированы и опасности, возникающие при вступлении финансового посредника в конгломерат [182]. Данный подход объясняется преимущественно тем, что структура взаимоотношений между компаниями внутри альянса является для внешнего наблюдателя классическим «черным ящиком». Особую сложность в данном случае привносит неопределенность целей каждого отдельного элемента объединения, так как в условиях наличия внешнего контроля приоритет будет отдан задачам более высокого ранга, даже если их выполнение невыгодно для непосредственного исполнителя в обозримой перспективе.

Особенно явственна реализация подобного сценария при предоставлении комплементарных финансовых услуг [89]. Страховая компания может оценивать риск, принимаемый на страхование, как

чрезмерный, однако вследствие прямого указания от руководства конгломерата все же будет вынуждена его обслуживать, так как смежные услуги, оказываемые клиенту в границах того же пакета, принесут всему альянсу большую выгоду в сравнении с потерями страховщика. Деятельность финансовых конгломератов может приводить к монополизации рынка и не только в финансовом секторе. Так, аккумулятивное ими избыточного количества ресурсов способно ставить промышленные компании в чрезмерную зависимость от данного типа источников финансирования. В этом случае финансовый конгломерат может фактически (через посредство аффилированного лица) проводить операции любого рода. Перераспределение полученной прибыли может при этом происходить, например, через применение роялти. В таких ситуациях нарушается целый ряд принципов, обеспечивающих общую безопасность экономической системы. Однако в связи с тем, что диверсификация деятельности существенно снижает рыночную капитализацию финансовых конгломератов, объединения подобного рода стремятся к концентрации своей деятельности. В этом случае повышается общий риск рыночного характера, присущий финансовому альянсу. Таким образом, можно видеть, что механизм увеличения рисков финансового конгломерата является встроенным и опасности, связанные с этим, неизбежны.

В современном глобализованном обществе государство призвано исправлять отдельные недостатки рыночной конкуренции глобального характера и корпоративного управления в рамках глобальных конгломератов, координируя национальные программы регулирования (регламентирования) с соответствующей деятельностью правительств других стран мира. Для этого необходима *международная координация* действий национальных правительств в части регулирования международных финансовых рынков. Глобализация мировых финансовых рынков, открывая широкие возможности доступа отдельных стран к мировым финансовым ресурсам, заключает в себе непредвиденные

опасности, связанные с неконтролируемым движением капитала через государственные границы. 1980–1990 гг. характеризовались беспрецедентным явлением в мировой экономике – разворачиванием мировых и региональных финансовых кризисов, цепь которых продолжилась в ходе современного мирового финансового кризиса, начавшегося в США.

В связи с этими процессами усилилась роль национального и международного регулирования мирового финансового рынка и его частей. Особую важность формирование системы регулирования финансового рынка приобретает в формирующихся рыночных экономиках, к которым относится и российская экономика, что дает новый виток для анализа, связывающего развитие финансовых (и страховых и пенсионных сегментов) национальных финансовых рынков в разных странах и регионах мировой экономики со складывающимися системами регулирования. С позиции принципов «экономики благосостояния» основной причиной государственного вмешательства в экономику служат рыночные провалы, когда рынок, поддерживая баланс спроса и предложения только за счет конкуренции, не в силах самостоятельно, без внешнего воздействия выходить на эффективные социально-экономические решения [69, с.68-74].

Рыночные провалы порождаются информационными дефицитами и асимметричностью информации, свойственной процессу страхования. Последние соображения нашли отражение в концепции связанной (ограниченной) рациональности Герберта Саймона [181, pp. 591–605]. К основным принципам концепции связанной рациональности относятся:

- стратегия удовлетворения общественных потребностей в условиях дефицитности и непрозрачности информации;
- необходимость государственного информационного обеспечения и его регулирования для преодоления неполноты информации вследствие особой социальной значимости страхования как единственного института финансовой защиты;

- необходимость существования специализированных институтов (финансируемых и государством, и сообществом страховщиков) по оценке качества предоставляемых услуг страхования.

Нобелевский лауреат Г. Саймон в рамках теории организации исследовал психологию индивидуального и коллективного поведения в процессе принятия решений в условиях неопределенности и риска, заложив основы дальнейших работ Д. Канемана [222], одного из основоположников психологической (поведенческой) экономической теории, и Т. К. Шеллинга, знаменитого своей книгой «Стратегия конфликта» (1960) [97], в которой он сформулировал новые принципы рационального стратегического взаимодействия. Эти теории легли в основу теории регулирования экономики, в том числе в финансовой сфере, которые характеризуются:

- ограниченной рациональностью;
- конфликтностью;
- необходимостью принятия решений в условиях дефицита информации и неопределенности.

Формально, все члены объединения ФК остаются независимыми хозяйствующими субъектами, поэтому уход одного из них с рынка не повлечет критических последствий для оставшихся компаний. В кризисные периоды может возникнуть ситуация, когда ненадежные или заведомо плохие активы целесообразно переместить в низкоэффективного финансового посредника и дать ему и дать ему обанкротиться, с тем чтобы освободить от некачественных инструментов балансы более жизнеспособных участников альянса. Поэтому создание ФК повышает риски финансовой неустойчивости и банкротства фирм, входящих в него. При возникновении и возможной реализации рисков (политических, инфляционных, потери доходности и т. д.), глобальные финансовые организации начинают вывод активов и, тем самым, еще более ухудшают ситуацию.

Аналогично могут быть проигнорированы и опасности, возникающие при расчете *достаточности капитала* участников ФК. Хотя на мировом финансовом рынке присутствует чёткий тренд перехода к использованию режима рискованного капитала, основанном на Директиве Solvency II, данный режим применен только к отдельным составляющим конгломерата. Еще одна проблема – ФК обладают возможностью формирования своего рода фиктивных резервов, которые продолжают использоваться внутри него, при этом очень ограниченно выполняя свою обеспечительную функцию. Отследить подобные процессы нелегко, в то время как их влияние на деятельность компаний, огромно. Если будет найден необходимый показатель для привязки к нему объема резервов, то как определить норму резервирования определить практически невозможно. Например, в Великобритании резервы страховых компаний, занимающихся страхованием жизни, привязаны к объему их обязательств, в то время как резервы банков зависят от их активов, а объемы пенсионных резервов ПФ зависят от вида активов, в которые инвестирует фонд. При этом неясно, в привязке к чему надлежит определять объем необходимых резервов для ФК, в который они входят. Согласно финансовой теории этот показатель должен отражать характер риска компании. Однако специфика деятельности ФК такова, что их риски колеблются в большом диапазоне, причем сам конгломерат может активно влиять на состав подобных рисков. Один из путей решения этой проблемы: производить привязку резервов не к типу деятельности, а к конкретному типу рисков, сопутствующих финансовой услуге.

В отношении регулирующих организаций основным вопросом является их *архитектура*. Пока не существует всеобщего признанного мнения относительно того, какое устройство системы надзора и контроля является наилучшим из возможных.

*Первый вариант* разработки системы регулирования – внедрение *региональной структуры регулирования, характерной для континентальной Европы*. Основные ее преимущества – это относительные простота и

дешевизна. Так как во многих странах органы, регулирующие деятельность финансовых посредников, уже существуют, можно констатировать, что, по крайней мере, база для развития этой схемы есть. Прежде всего необходимо определиться, может ли в данном случае система, основанная на разделении сфер ответственности по региональному признаку, отвечать вызовам, которые будут ставить перед ней финансовые конгломераты. В случае если операции и участники объединений данного типа будут широко распределены географически, могут возникнуть различные проблемы.

Особенностью европейского страхового рынка является формирование единого страхового пространства и гармонизация национального и общеевропейского страхового законодательства. В Европейском союзе формирование интегрированного европейского финансового рынка и единой правовой системы, процессы финансовой либерализации и дерегулирования, давление директив Европейской комиссии привели к сочетанию различных институциональных подходов к регулированию, несмотря на существование той или иной традиционной модели [57]. Надзор и регулирование финансовых конгломератов основаны на единой Директиве 98/78/ЕС Европейского парламента и Совета Европы от 27 октября 1998 г. о дополнительном надзоре за деятельностью только страховых организаций в составе страховой группы. Принятие Директивы было обусловлено необходимостью устранения расхождений между законодательствами стран-членов относительно пруденциальных норм, которым подчинены страховые компании, входящие в финансовые группы. Кроме того, страховые компании на общеевропейском страховом рынке вовлечены в прямую конкуренцию между собой, что требует эквивалентных правил регулирования достаточности капитала у страховщиков. Принятие данной директивы обеспечило справедливые условия конкуренции для всех страховых компаний стран Еврзоны. Отдельно в Евросоюзе существует «Единая система надзора за банками еврозоны и стран ЕС», которая была запущена только в конце 2014 г.

В 2009 г. Еврокомиссией был представлен доклад о возможных направлениях восстановления европейской экономики после кризиса. В докладе особое внимание было уделено реформе финансового рынка, а именно поддержанию стабильного спроса на финансовые услуги, создания новых рабочих мест и роста инвестиций [160]. Основными направлениями нового курса регулирования финансового рынка, согласно докладу, в ближайшее десятилетие станут централизация регулирования и надзора на уровне Европейского союза, окончательное снятие барьеров для свободного движения капитала, увеличение уровня конвергенции между государствами-членами, особое внимание к улучшению защиты прав потребителей и повышению финансовой грамотности населения. Подчеркивается, что гармонизация<sup>102</sup> национальных финансовых законодательств стран имеет приоритет над унификацией<sup>103</sup>, поэтому основой правового регулирования в ЕС остаются Директивы (см. рис. 4.9).



Рисунок 4.9 – Источники норм, регулирующих рынок финансовых услуг в ЕС.

<sup>102</sup>Гармонизация (harmonization) – это представление о том, что налоги и регулирующие нормы в странах, входящих вэкономические блоки, не должны слишком отличаться. Если мобильность капитала и рабочей силы неограничена, это вовсе не означает, что члены этих объединений должны принять одинаковые налоговые ирегулирующие системы. При отсутствии мобильности любой набор различных налогов и норм был быприемлем. При ограниченной мобильности необходима гармонизация: большие различия в налоговых илирегулирующих нормах могли бы оказать деформирующее воздействие на экономическую деятельность, незначительные расхождения оказывают слабое воздействие. Экономика. Толковый словарь.

— М.: "ИНФРАМ", Издательство "Весь Мир". Дж. Блэк. Общая редакция: д.э.н. Осадчая И.М.. 2000.

<sup>103</sup> Унификация — выработка государствами правовых норм, единообразно регулирующих общественные отношения определённых видов



Направленность реформ на формирование системы комплексного регулирования и устойчивого развития страхового и пенсионного секторов финансовых рынков в ЕС продиктована широкомасштабной реализацией реформы правового регулирования финансовых рынков в ЕС, включающей экономико-правовые мероприятия, санкционированные институтами и органами ЕС и направленные на активную консолидацию, имеющей своими целями устранение экономических барьеров, усиление надзора и конвергенции, а также совершенствование нормативной базы. Согласно данным международной организации ОЭСР, это приведет в том числе и к конвергенции (выравниванию) уровня пенсионного обеспечения (близким по значению коэффициентами замещения) в европейских странах, а также к четко прослеживаемому тренду к его снижению. При сохранении текущих условий развития пенсионных систем к 2050 г. они во многих странах станут практически идентичными [268].

Вместе с тем в числе специальных принципов правового регулирования финансовых услуг [148; 227, pp. 117–126] в ЕС выделяют следующие: принцип открытой рыночной экономики со свободной конкуренцией; принцип взаимного признания; принцип консолидированного надзора; принцип пруденциального надзора; принцип установления единообразных требований ко всем институтам; принцип устойчивого платежного баланса; принцип прозрачности; принцип гармонизации законодательства ЕС в области финансовых услуг; принцип защиты прав потребителей финансовых услуг; принцип оценки финансовой отчетности [177].

*Второй вариант – функциональный*, основанный на регулировании определенной категории финансовых продуктов или услуг, которые предоставляет финансовая компания или холдинг, а не на самом финансовом институте, характерный для США. В США финансовый рынок построен на основе функционального метода регулирования, когда финансовые сегменты и их регулирование максимально разрознены. Либерализация финансового законодательства коснулась и инвестиционных банков, и страховщиков,

которые получили возможность организовывать финансовые холдинговые компании. Это усложнило надзор за финансовым рынком.

Конструкция законодательства была такова, что федеральные и местные агентства, ответственные за регулирование финансовых конгломератов на консолидированной основе (в США это холдинговая компания), рассматривали тип холдинговой компании в зависимости от того, какими компаниями она владеет. Например, печально известная компания *AIG (American International Group Inc.)* подчинялась Управлению надзора над сберегательными учреждениями (*the Office of Thrift Supervision*) [347] вместо логичной в данном случае ФРС США (*Federal Reserve*), так как она владела сберегательной компанией, а не банком.

В США существует более чем 115 федеральных и местных агентств, регулирующих различные аспекты финансовых услуг. При этом на уровне штатов консолидация регуляторов разных сегментов финансового рынка (страхового, банковского, инвестиционного) уже началась [146]. Дополнительно в каждом штате на местном уровне имеется разветвленная система агентств и комиссий. До текущей реформы регулирования финансовых конгломератов они подчинялись ФРС, Управлению по контролю валюты Министерства финансов США, Управлению надзора за сберегательными учреждениями Министерства финансов США, Комиссии по ценным бумагам, регуляторам штатов, где были зарегистрированы. Какой федеральный регулятор должен осуществлять надзор за деятельностью финансовых конгломератов, зависело напрямую от того, имеется ли в составе конгломерата депозитный институт и какой это тип депозитного института. Депозитные институты включают в себя коммерческие банки, сберегательные банки, кредитные союзы и промышленные банки (*industrial bank*). Основа деятельности вышеперечисленных институтов – привлечение депозитов и выдача кредитов. Разница заключается в структуре собственности, спектре предлагаемых услуг и, соответственно, требованиях регуляторов.

В отдельных случаях американские финансовые конгломераты не подпадают под действие ни федеральных, ни местных регуляторов. Если в структуре конгломерата нет коммерческого или сберегательного банка, но присутствуют другие финансовые компании (например, инвестиционные, страховые компании и т. д.), то он не подпадает под действие консолидированного надзора. Отдельные дочерние компании (субсидиары) в таком случае регулируются на функциональной основе. Согласно принципам функционального регулирования, регулятор концентрируется на регулировании определенной категории финансовых продуктов или услуг, которые предоставляет финансовая компания или холдинг, а не на самом финансовом институте [251]. Корпорация *Berkshire Hathaway Inc.* является примером крупного финансового конгломерата (около 80% прибыли в 2015 г. от финансовых услуг), который не подпадает под регулирование на консолидированной основе. Страховые компании, входящие в состав корпорации, регулируются законодательством конкретного штата, в котором они проводят страховые операции [134]. Особое значение приобрела тема консолидированного регулирования финансовых конгломератов после краха корпорации Enron Corp. в 2001 г. в США. В самом центре этого громкого дела оказался конгломерат Citigroup, на тот момент один из крупнейших в стране. Все части подобного объединения настолько тесно взаимодействуют, что серьезный непрогнозируемый сбой в деятельности любой из них (в рассматриваемом случае это был Citibank) приводит к долгосрочным негативным последствиям для всех без исключения остальных структурных элементов. Структура корпорации была сконструирована таким образом, что, несмотря на контроль корпорации над более чем десятком финансовых и инвестиционных компаний в США и во всем мире и более 7% прибыли, полученной от торговли деривативами, она не подпадала под консолидированный контроль. К тому же у корпорации Enron было много забалансовых операций (порядка 3000 партнерств и субсидиаров).

В 2010 г. в США были приняты меры по модификации имеющегося регулирования: был принят закон Додда–Франка «О реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей» (the Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [105] – the Dodd–Frank Act). Его основная цель – это решение проблем, связанных с регулированием крупных финансовых институтов.

По нашему мнению, причины современного финансового кризиса кроются не только в проблемах макроэкономической политики государств, но и в методологии регулирования финансовых рынков. Регулирующие институты пока не успевают за быстро изменяющимися потребностями финансовых рынков. Можно выделить два основных блока причин этого:

- противоречие между международным характером финансового бизнеса и национальной основой его регулирования недостаток унифицированных стандартов надзора и регулирования; Это хорошо иллюстрируется примером Евросоюза, где на общем рынке ЕС не существует единого органа финансового надзора [314];
- увеличивающаяся роль финансовых конгломератов в различных областях финансового бизнеса, и прежде всего появление инноваций в этой сфере. С одной стороны, развитие сложных финансовых инструментов, с другой – секторальная сегментация регулирования.

*Третий вариант – создание мегарегулятора.* Появление механизма единого централизованного регулирования было продиктовано требованием со стороны финансовых конгломератов, в составе которых присутствовали участники всех секторов финансового рынка, комплексного института надзора. Существовавшая система регулирования, сформированная по принципу секторов финансового рынка, уже не справлялась со своей задачей.

Переход на организационную структуру мегарегулятора наблюдается во всех мировых регионах. Первой в данном вопросе стала Норвегия, где была создана комиссия по банкам, страхованию и ценным бумагам. За ней последовали Канада, Дания, Швеция, Великобритания, Япония, Корея,

Исландия, Сингапур. Сегодня более чем в 40 странах в той или иной форме действуют единые контролирующие органы (см. табл. 4.5). Россия также включилась в данный процесс. С июля 2013 г. в нашей стране был введен единый мегарегулятор – Центральный банк РФ.

Таблица 4.5 – Страны, в которых действуют мегарегуляторы

<b>Страна</b>	<b>Мегарегулятор</b>	<b>Год создания</b>
Австрия	Financial Market Authority	2002
Бахрейн	Bahrain Market Agency	1973
Бермудские О-ва	The Bermuda Monetary Authority	1969
Бельгия	Comission bancaire et financier	1990
Болгария	Financial Supervision Comission	2000
Великобритания	Financial Services Authority	2001
Венгрия	Financial Supervisory Authority	2000
Германия	Federal Financial Supervisory Authority	2002
Гонконг	The Hong Kong Monetary Authority	1993
Южная Корея	Financial Supervisory Commission	1999
Литва	Financial and Capital Market Commission	1997
Нидерланды	The Netherlands Authority for the Financial Market	2002
Россия	Центральный банк РФ	2012
Саудовская Аравия	Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA)	1952
Словакия	Financial Market Authority	2002
Сингапур	Monetary Authority of Singapore	1970
Финляндия	Finansin-Spektionens Financial Supervision Authority (FSA)	1997
Эстония	Finantspektioon (Financial Supervision Authority)	2001
ЮАР	Financial Service Board	н/д
Япония	Financial Services Agency	н/д

Мы полагаем, что выбор метода регулирования финансового рынка обусловлен прежде всего моделью правовой системы страны. И у функциональной системы (напомним, что при функциональной модели регулирования за каждый его сегмент отвечает свой надзорный орган), и у системы мегарегулирования есть свои плюсы и минусы. Однако сформированная по функциональному признаку модель регулирования в США доказывает свою состоятельность, ведь американский финансовый рынок является рынком номер один в мире и не уступает это первенство уже

много лет. К функциональному типу регулирования рынка также тяготеют Швейцария и Италия. Особняком стоит Китай, где существуют жесткие ограничения для создания финансовых конгломератов.

При проектировании финансовых институтов в России полезно учитывать опыт организации финансовых конгломератов в развитых в финансовом отношении странах, таких, например, как те же государства Евросоюза, которые геополитически и по менталитету, возможно, нам ближе, чем североамериканские. Как отмечает И. Б. Котлобовский [38], в условиях вступления России в ВТО грамотное регулирование национального финансового рынка особенно актуально. Подчеркнем, что вторым фактором широкого распространения мегарегулирования стали финансовые инновации. Изначально в основе появления сложных финансовых продуктов лежала идея увеличения доходности и устранения системных рисков. Примером широко востребованных финансовых продуктов могут послужить фьючерсные и опционные контракты, варранты, свопы и т. д. Со временем появились более сложные инструменты: кредитные деривативы, кредитные ноты, индексные депозиты, депозиты, привязанные к фондовому индексу, кредитные срочные контракты. Сложность и комплексность появившихся на рынке новых производных финансовых продуктов сделали необходимым разработку регуляторами соответствующих нормативов: внутреннего контроля, риск-менеджмента, достаточности собственного капитала, раскрытия информации и т. п. [360] Приватизация банковской и страховой деятельности в некоторых странах также создает новые возможности для финансовой интеграции. Совсем недавно подобная приватизация была проведена в Бельгии, Чехии, Финляндии, Франции, Израиле, Норвегии, Перу, Польше, Турции, Венесуэле.

Определение архитектуры возможной межгосударственной системы надзора и контроля, таким образом, ни в коей мере не является тривиальной задачей. Институциональная структура регулирования очень важна, поскольку она может влиять на общее функционирование финансового

рынка посредством общей эффективности системы регулирования и взаимодействия между составляющими. Более того, при разработке норм регулирования сложной финансовой структуры как конгломерат также и встает множество не всегда четко определенных целей регулирования, конфликтов интересов и т.д. В данном аспекте вопрос в том, как организовать взаимоувязку разных интересов, возможно ли снизить издержки регулирования в едином органе или в разных агентствах. Ответа на этот вопрос пока нет.

*Направления реформирования изменения системы государственного и межгосударственного регулирования финансовых конгломератов.*

Финансовая конвергенция несет в себе риски провалов государственного регулирования: использование экономической мощи мировых финансовых центров для оказания давления на политику принимающих государств и вмешательство в их внутренние дела, что требует создания адекватных данному финансовому объединению мер государственного регулирования и надзора. Более того, проведение внутри крупнейших ФК финансовых операций между подконтрольными ей юридическими лицами в разных странах позволяет этой группе по своему усмотрению распределять финансовые потоки, сосредотачивая прибыли в одном государстве, а убытки – в другом, что требует модификации регулирования не столько на государственном, сколько на межгосударственном уровне.

В общем виде мы можем представить важные направления изменения институтов регулирования финансовых конгломератов в виде матрицы (см. рис. 4.10). Институты пруденциального регулирования должны фокусироваться на безопасности и финансовой устойчивости отдельных частей финансового конгломерата (банки, страховые компании, инвестиционные компании и др. составляющие групп); Защита прав потребителей должна фокусироваться на организации ведения бизнеса во всех звеньях конгломерата таким образом, чтобы снизить вероятность

факторов неполной информированности клиентов, заранее несправедливых условий договоров, вмененных схем и мошенничества со стороны финансовых организаций и т.д.;

Третья часть матрицы – создание системного регулирования и надзора с целью предвидеть возможные отклонения в функционировании и стабильности финансовой системы как целого и ее отдельных системно-значимых частей.

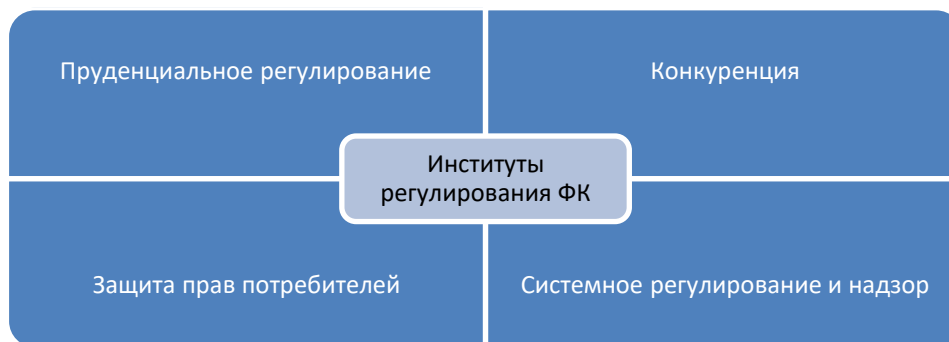


Рис. 4.10 – Матрица регулирования финансовых конгломератов  
Составлено автором

Конкуренция – контроль финансовых конгломератов на предмет установления ценовых сговоров, недостаточного уровня конкуренции, искусственных входных барьеров и т.д. прозрачность и ответственность за действия также должны быть включены в это направление регулирования

Поиск адекватного и наилучшего решения сложен, особенно в условиях продолжающегося финансового и, шире, экономического кризиса. Создание соответствующих институтов, несомненно, займет значительное время, как и вывод их на «расчетные мощности». В настоящее время система контроля финансовых конгломератов в большинстве стран, где применяется функциональный подход (и его разновидности) к регулированию финансовых рынков, имеет фрагментированный характер. Каждый регулирующий институт несет ответственность за свою часть финансового рынка и субъектов, на нем оперирующих. На этой основе производятся попытки выстроить адекватную систему контроля. По нашему мнению, сегодняшний экономический кризис носит черты системного кризиса.



Поэтому можно говорить о необходимости максимально быстрого внедрения мегарегулирования на финансовом рынке, поскольку именно это может иметь позитивный эффект в долгосрочном плане.

Особую проблему в случае финансового конгломерата также представляет необходимость поддержания работоспособности каждого отдельного его участника. Формально, все члены объединения остаются независимыми хозяйствующими субъектами, поэтому уход одного из них с рынка не повлечет критических последствий для оставшихся компаний.

В кризисные периоды может даже возникнуть ситуация, когда ненадежные или заведомо плохие активы целесообразно переместить в низкоэффективного финансового посредника и дать ему и дать ему обанкротиться [93], с тем чтобы освободить от некачественных инструментов балансы более жизнеспособных участников альянса. Однако гораздо более логично предполагать, что при возникновении сложностей у отдельного участника финансового конгломерата прочие его члены смогут оказать ему помощь, распределив ущерб среди более широкого круга реципиентов. В условиях увеличения роли глобальных финансов в экономике и катастрофического распространения финансовых кризисов в масштабах всего мирового хозяйства государственное регулирование необходимо для:

- *содействия процессу рыночной конкуренции*, что предполагает исправление тех недостатков, к которым приводит действие монополистов либо самого государства;

- *стимулирования научно-технического прогресса*, который содействует позитивным структурным сдвигам в национальной экономике;

- *осуществления политики занятости и социальной обеспеченности общества* (создание новых рабочих мест в сфере «новой экономики», переподготовка трудовых ресурсов и выравнивание доходов между отраслями «старой» и «новой» экономики);

- *производства общественных благ и услуг на новой информационно-технологической базе* (дистанционное обучение через

интернет, активное использование телекоммуникации в медицине, транспорте и т. д.).

Глобальный экономический кризис серьезно изменил ландшафт финансового рынка и расстановку сил его основных игроков. Долгосрочные инвестиции несут в себе большое количество других, часто не связанных между собой рисков – правовых, геополитических, технологических и экономических, а оценка и определение стоимости этих рисков остаются весьма проблематичными. Этим объясняется сильная зарегулированность как пенсионного, так и страхового сектора. После снятия регулятивных барьеров количество финансовых конгломератов значительно увеличилось. По мнению Рязанова В. Т. [78, с.13-33] для развития теории и практики государственного регулирования фундаментальным вопросом является соотношение «международных форм регулирования и национальных регуляторов».

Среди возможных участников финансового конгломерата обычно упоминаются такие институты как банки, страховые организации, инвестиционные компании, биржевые брокеры и иные профессиональные участники рынка ценных бумаг, прочие посредники финансового рынка. Пенсионные фонды не фигурируют в рамках ни одного определения ни регуляторов, ни в научных публикациях. Следует обратить внимание, что пенсионные фонды являются специализированным финансовым посредником, который имеет дело не с обеспечением прироста потребления, а с сохранением исходного или близкого к исходному его уровню, при условии наступления старости. Социальная значимость подобного института, несомненно, выше, чем у прочих агентов рынка свободных кассовых остатков. В этом пенсионные фонды чем-то схожи с со страховыми компаниями, которые обеспечивают приемлемый уровень потребления при возникновении нежелательных событий. Как и страховые компании, так и пенсионные фонды существенным образом изменяют природу объединения финансового конгломерата [111], который без этих участников становится

по мнению Г. Н. Белоглазовой крупным универсальным банком со множеством отдельных юридических лиц [12, с.30-34].

Традиционные конгломераты, основанные на банковской или страховой деятельности как «коренной», пытаются получить дополнительные преимущества, интегрируя новые бизнесы. В данном аспекте пенсионный сегмент финансового рынка стал привлекательной мишенью особенно для компаний страхования жизни из-за схожести аннуитетных страховых продуктов и пенсионных схем.

В связи с появлением глобальных международных и сверхкрупных рисков участники финансового конгломерата, удерживающие контроль над рынком в различных регионах мира, с помощью международных call-центров и других современных хотя и дорогостоящих, но доступных им технологий, организуют множество собственных местных сетей многоканального распространения. Как и конгломераты промышленные, вследствие доступности и открытости рынков финансовые конгломераты трансформируют предложение финансовых услуг таким образом, что образуют наднациональные сети и становятся конкурентами национальным регуляторам. Данная проблема стала особенно актуальной во время кризиса 2008–2009 гг., когда банкротство множества крупнейших финансовых институтов мира нарушило стабильность глобальной финансовой системы. Одной из причин стала недооценка регуляторами проблемы «слишком значимый финансовый институт, чтобы обанкротиться» (too big to fail) в период до финансового кризиса. Данная проблема обусловлена опасностью недобросовестного поведения системообразующих финансовых институтов (moral), которые принимали необоснованно высокий уровень рисков, полагаясь на косвенную/прямую поддержку государства (что отражалось, в итоге, в пониженной стоимости их заимствований), не обладая при этом адекватной системой риск-менеджмента.

Традиционные глобальные рычаги регулирования (коими в классической нелиберальной трактовке, являющейся доминирующей в мире,

являются рынки) в условиях кризиса не смогли продемонстрировать эффективность если не предотвращения, то хотя бы преодоления экономического спада. Произошла подмена понятий, вместо стабилизации налицо недоучет сверхкрупных рисков и решений корпораций, ведущих к еще большему кризису. Международные институты не могут повлиять существенным образом на проводимую экономическую политику крупнейших игроков финансового рынка в том числе и потому, что в основном их инициативы являются рекомендательными, что снижает их легитимность.

В настоящее время перспектива реализации подобного проекта перестала быть расплывчатой в связи с глобальным экономическим кризисом. Аккумулированные ФК как институциональными инвесторами пенсионные и страховые активы настолько велики, что с их помощью можно влиять на принятие решений как отдельных государств, так и межгосударственных объединений, и негосударственных организаций. Необходимо создание *международной системы институтов*, контролирующей финансовую деятельность ФК. Наиболее вероятными кандидатами на роль центра подобной организации являются: «Группа двадцати» (*the Group of Twenty – G-20*); Международная ассоциация страховых надзоров (*the International Association of Insurance Supervisors – IAIS*); Совет по финансовой стабильности (*the Financial Stability Board – FSB*) (см. таблица 4.6).

Таблица 4.6 – Международные институты в контексте регулирования финансовых конгломератов

Наименование потенциального регулятора	Текущие направления деятельности	Перспективные направления деятельности	Регулирование Финансовых Конгломератов
Группа двадцати» ( <i>the Group of Twenty – G-20</i> )	<p>Введение макропруденциальной наблюдательной комиссии (Европейский совет по системным рискам – <i>European Systemic Risk Board – ESRB</i>);</p> <p>пересмотр требований к достаточности капитала в банковской сфере и страховании (<i>Basel III, Solvency II</i>);</p> <p>создание глобального стандарта ликвидности (коэффициент ликвидности), рыночной инфраструктуры для производных финансовых инструментов (<i>Central Counter-Parties – CCP</i>);</p> <p>регулирование деятельности рейтинговых агентств (Кодекс поведения Международной организации по ценным бумагам – <i>IOSCO</i>)</p>	<p>разработка антициклических буферов капитала; особый режим регулирования для крупных банков и финансовых конгломератов; проблема <i>too-big-to-fail</i>; развитие международных стандартов финансовой отчетности МСФО IFRS 9, IFRS 4: страховой контракт, <i>Phase II</i>;</p> <p>специальные правила для хедж-фондов: Директива об альтернативных инвестициях – <i>Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD</i></p>	<p>В разработке режим особого регулирования для крупных банков и финансовых конгломератов. Четкой программы регулирования ФК пока нет.</p>
Совет по финансовой стабильности ( <i>Financial Stability Board</i> ) создана на базе G-20	<p>Составление и ежегодное обновление списков системообразующих банков и страховых компаний, к которым предъявляются повышенные требования по устойчивости и надёжности, а также применяются усиленные меры надзора за их деятельностью (в 2016 г. с списке 9 крупнейших страховщиков)</p> <p>Анализ проводимых реформ регулирования национальных финансовых рынков стран-членов G-20</p>	<p>-Особое внимание управлению активами (<i>Asset management</i> и <i>Wealth management</i>)</p> <p>- эффективное инвестирование глобальных сбережений в разных странах и регионах.</p> <p>- последовательная реализация реформ регулирования национальных финансовых рынков имеет решающее значение для поддержания открытых рынков и устойчивого</p>	<p>Определение ФК основано на определении Международной ассоциация страховых надзоров</p>

		трансграничного финансирования	
Международная ассоциация страховых надзоров (the International Association of Insurance Supervisors – IAIS), Joint Forum	Одной из ключевых рекомендаций является выбор в качестве <i>главного объекта регулирования финансовых конгломератов</i> . Создание нормального страхового рынка и содействие финансовой стабильности Разработаны «Принципы регулирования финансовых конгломератов» (Обновленные и пересмотренные в 2013 г.)	Конвергенция регулирования национальных финансовых рынков, снижение регуляционного арбитража Выделяет проблему нерегулируемых членов ФК	Разработано определение, проводится анализ рисков ФК, но решения организации являются рекомендательным и

Составлено автором

Однако, как видно из таблицы, все три кандидата пока не готовы взять на себя ответственность за лидерство по разработке глобального регулирования. На период 2017-2020 гг. выбор мировым финансовым сообществом единого глобального регулятора финансовых конгломератов станет одной из ведущих задач.

Основным и наиболее важным в данном контексте является набор инструментов, которые необходимо предоставить в распоряжение межнационального контрольного органа. Проблема реализации им своих властных полномочий и оказания влияния на региональные экономические системы, вероятно, будет одним из наиболее противоречивых пунктов обсуждения, так как, так или иначе, будет затрагивать самостоятельность государственных органов надзора. Особо острой конфликтная ситуация станет в случае, если возникнет прямое противоречие между интересами региональной финансовой системы и общемировой.

Проблема издержек контроля также довольно существенна. Ни при каких обстоятельствах позитивный экономический эффект от внедрения международного контрольного органа не должен быть меньше расходов на его содержание. Однако в данном случае, особенно на первых этапах существования подобной организации, эффект ни в коем случае нельзя

воспринимать как гарантированный. До того, как регулятор получит достаточный авторитет, некоторые его решения могут игнорироваться, что ставит под сомнение его целесообразность. В данном случае единственным решением видится полная и безоговорочная поддержка со стороны национальных органов надзора и регулирования. Более того, современное понимание финансовых конгломератов не отражает складывающейся объективной тенденции включения пенсионных фондов в состав ФК, которые серьезным образом меняют профиль его рисков.

Еще вариант – наметившийся в мире процесс регионализации, так как на региональном уровне легче прийти к взаимопониманию с учетом географической, исторической и более однородной социокультурной среды. Этот процесс может стать в мировой экономике новым способом отстаивания интересов. Мы это наблюдаем также на примере России, активно реализующей политику регионализации (образование блоков ЕАЭС, БРИКС, ШОС и т.д.), а также Евросоюза. В рамках Евразийского экономического союза (ЕАЭС) работа направлена, прежде всего, на гармонизацию законодательства, обеспечение свободы движения капитала и денежных средств, формирование общего финансового рынка в странах-участницах. К середине 2017 г. планируется подготовить «Концепцию формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза» для углубления финансовой интеграции государств Союза и создания условий для их устойчивого развития. В рамках поставленных задач ЕАЭС активно развивает отношения с IAIS. В 2016 г. мегарегулятор ЦБ РФ опубликовал Доклад для общественных консультаций [335], в котором отмечается наличие де-факто на территории РФ 314 действующих неформальных финансовых конгломератов (ЦБ опирается на определение ФК из Директивы ЕС №2002/87/ЕС). ЦБ РФ разрабатывает регулирующие инициативы, которые будет распространяться на холдинги, управляющие компании (УК), головные компании-нерезиденты. Требования к системе управления рисками, к капиталу и т.д. Проблема отсутствия должного регулирования ФК

особо актуальна для России в связи с присоединением к ВТО и либерализации национального рынка финансовых услуг. В перечне *специфических обязательств* по доступу на рынок страховых услуг прописано, что иностранные страховщики, в том числе входящие в ФК, (в области страхования жизни и страхования, иного чем страхование жизни) смогут открывать филиалы в России без образования юридического лица с 2021 г. Специфические обязательства – это те обязательства по доступу на рынок услуг и предоставлению национального режима, которые принимает на себя страна, вступающая в ВТО. Они носят секторальный характер, т. е. принимаются в отношении каждого сектора услуг. Именно Перечень специфических обязательств демонстрирует степень либерализации рынка услуг в той или иной стране – участнице ВТО.

Как показали исследования Европейского банка реконструкции и развития, в долгосрочной перспективе рост финансовой интеграции оказывает положительное влияние на экономический рост, а в краткосрочной перспективе проявляются негативные последствия в виде значительного притока иностранного капитала, ведущего к кредитному буму и росту заимствований в иностранной валюте. Названные явления коррелируют с определенными рисками, которые проявились в ходе глобального финансово-экономического кризиса и усугубили экономическое положение многих стран, в том числе и членов Евросоюза. Чтобы избежать катастрофических последствий, правительства этих стран вынуждены были осуществлять затратные мероприятия в виде антикризисных мер, призванных удерживать на необходимом уровне финансовые институты.

В 2013 г. началась наиболее масштабная за последние десятилетия европейская реформа надзора за страхованием. 25 ноября 2009 г. была принята Директива 2009/138/ЕС об утверждении системы Solvency II, которая в полном объеме должна была начала действовать с 1 января 2016 г. Целью реформы является широко распространенный количественный и качественный подход к контролю платежеспособности и доступности



собственных средств страховых компаний, в соответствии с тремя «столпами» системы Solvency II:

- количественными требованиями к регулятивному капиталу;
- качественными требованиями к управлению рисками;
- требованиями к отчетности.

Для надзорных органов это означает последовательный переход действующей надзорной практики от предшествующего надзора, основанного на правилах, к системе, основанной на принципах управления рисками. Директива Solvency II разработана на основе концепции рискованного капитала и использует общие принципы системы банковского надзора. Целью нового поколения разработанных в Евросоюзе Директив [104] в области контроля платежеспособности страховых организаций – Solvency – является создание и внедрение основанной на оценке риска системы требований к собственным средствам субъектов страхового рынка объединенной Европы (SCR – Solvency Capital Requirements: требования к капиталу, формирующему запас платежеспособности страховщика), защита потребителей страховых услуг. Создание и введение данной системы требований представляет собой первый этап внедрения упомянутых Директив. Следующие этапы дополняют новую модель регулирования требованиями, основанными на количественных показателях оценки (2-й этап внедрения), и требованиями о формах и обязанности представления соответствующей отчетности согласно новой модели (3-й этап).

На первом этапе реализации Директив также вводится система, позволяющая страховым компаниям при оценке рисков использовать так называемую *стандартизированную модель*. Как дополнительный инструмент или альтернативу Solvency II делает возможным использование внутренних моделей для расчета капитала, однако только при согласовании с органами страхового надзора. Архитектура системы во многом схожа с архитектурой Basel II, документа Базельского комитета по банковскому надзору, и также отличается трехуровневой структурой (см. рис. 4.11).



Рисунок 4.11 – Solvency II – трехуровневая структура

Составлено по: *Дайхель В.* Адаптация требований Solvency II к российским условиям // Международная конференция по страхованию. Allianz SE. М., 30 июня 2011.

Первый уровень – количественная оценка рисков. Туда входят технические резервы (затраты страховщика); минимальные требования к капиталу (MCR – Minimum Capital Requirement) – показатель, невыполнение требований которого будет являться основанием для прекращения деятельности страховщика; требования к платежеспособности на основании расчетной модели (SCR); согласование со страховым надзором и выбранной моделью.

Второй уровень – риск-менеджмент и система управления. На этом уровне взаимодействуют как регулятор, так и страховщик. Со стороны регулятора осуществляется проверка процедур управления и контроля, проводятся доказательства использования страховой компанией процедур управления и контроля а также оценка надежности. Для страховой компании – проверка адекватности капитала (ORSA и SFCR) и внутренняя оценка рисков и платежеспособности.

На третьем уровне происходит раскрытие рисков посредством предоставления своевременной отчетности для органов страхового надзора,

и, по необходимости, уточнения дополнительной информации по запросу регулятора. Таким образом, структура *Solvency II* сосредотачивает основное внимание на риск-менеджменте внутри страховой компании, а требования к капиталу страховой компании зависят от принимаемых на страхование рисков. Новацией *Solvency II* является необходимость взаимодействия органов страхового надзора и страховщиков на основе сотрудничества.

Для пенсионных фондов требования этой Директивы пока не распространяются, но активно обсуждается, то большинство фондов будут закрыты из-за нехватки резервов. Однако процесс унификации требований страховых организаций и пенсионных фондов уже начался.

Несмотря на существование единой системы регулирования в Евросоюзе страховые компании по страхованию жизни регулируются группой Директив по страхованию жизни и вступившей в силу Директивой *Solvency II*. Пенсионные же фонды регулируются Статьей 17 Директивы IORP (Institutions for Occupational, Retirement Provision Directive 2003/41/EC) в которой прописаны требования предыдущей Директивы *Solvency I* при использовании институтом метода гарантирования инвестиционного дохода. В Статье 20 прописаны требования для кросс-границных пенсионных фондов, согласно которым фонд должен быть полностью фондирован в любое время, в то время как национальное законодательство может этого не требовать. В Директиве IORP продекларирована минимальная гармонизация законодательства для пенсионных фондов в странах-участницах. База для регулирования и надзора – национальное законодательство. Оценка финансового состояния и требование к адекватности капитала фонда достаточно либеральные в сравнении с объемами денежных средств в распоряжении пенсионных фондов (см. рис. 4.12) и сроком инвестирования, хотя они пока в Европе и не сравнимы со страховыми организациями [286].

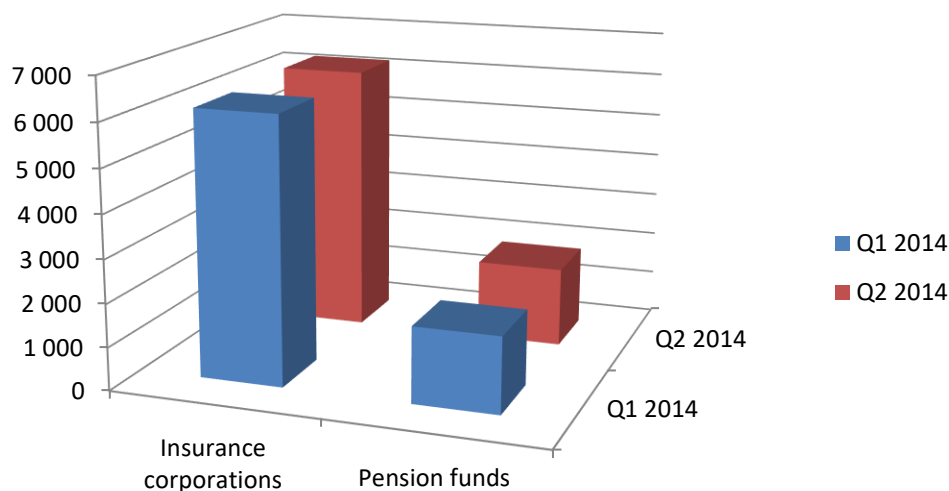


Рисунок 4.12 – Финансовые пассивы страховых организаций и пенсионных фондов в Еврозоне, 2014 год (млрд евро)

Составлено по: URL: <http://www.statista.com/search/?q=pension+fund&statistics=1&studies=1&infos=1&industryReports=1&dossiers=1&forecasts=1&itemsPerPage=25&accuracy=and&sortMethod=idrelevance&subCategory=0&p=2>

Наряду с Директивой Solvency II, вступившей в силу в Европе с 1 января 2016 г., многие страны движутся в этом же направлении. Например, Австралия, Канада, Япония, Корея, Мексика, Швейцария, США, ЮАР сделали это раньше ЕС. Чили, Израиль, Исландия заявили о введении режима рискованного капитала. С принятием нового режима, оценка активов и обязательств сместилась, по большей части, в сторону рыночно-скорректированных значений. Впрочем, пока расхождения в подходах все же остаются. Япония и Новая Зеландия, Чили (кроме активов, покрывающих аннуитеты) применяли для оценки активов справедливую стоимость и до введения Директивы. Швейцарский тест платежеспособности для субъектов финансового рынка требует, чтобы стоимость активов и обязательств должна соответствовать рыночной (экономической стоимости), и предъявляет строгие требования для оценки, когда актив не имеет рыночных цен. Подход Соединенных Штатов предполагает, что активы с фиксированным доходом (fixed income assets) должны учитываться по амортизированной стоимости за десятилетний период при 95% уровне достоверности [285]. Для финансового

конгломерата как институциональной единицы таких требований к консолидированной отчетности не разработано.

Второе решение может быть найдено посредством анализа работы самих финансовых конгломератов. Долговременное изучение их деятельности позволит выявить соотношения риска и вознаграждения для финансовых посредников. Привязка необходимых резервов может осуществляться к ожидаемой ставке вознаграждения, в том числе и к средней по объединению. Таким образом, государство сможет решить две задачи: обеспечить финансовые операции необходимыми резервами и одновременно стимулировать финансовый сектор к снижению процентных ставок, что особенно важно на развивающихся рынках, где процент обычно завышен.

Еврокомиссия также готовит законодательную инициативу по внесению изменений в Директиву 2003/41/ЕС IORP. Основной фокус регулятора на институтах, предоставляющих услуги по корпоративным пенсионным планам. Основной вопрос - прозрачность отчетности и операций, а также комиссионного вознаграждения, более профессиональный менеджмент фондов. По замыслу регулятора такой подход позволит увеличить инвестиционный потенциал фондов. Вопросы же платежеспособности пока остаются нерешенной проблемой. Как отмечается в проекте изменений к Директиве IORP о пенсионных институтах и инфраструктурном финансировании (*Directive (pension institutions) and infrastructure financing*)

основной задачей для Европы в ближайшей перспективе является внедрение схем долгосрочных сбережений с целью управления риском бедности в старости. *Особая роль в Директиве уделяется формированию единого европейского пенсионного рынка и защите прав потребителей сложных финансовых услуг.*

Потребитель должен получать одинаковую защиту от своих рисков вне зависимости от организационно-правовой формы и статуса провайдера этих услуг. Необходима регуляторная конвергенция стандартов и требований к страховым корпорациям, управляющим пенсионными

планами и пенсионным фондам и создание единого пенсионно-сберегательного рынка в Евросоюзе. Мировой финансовый кризис показал, что пенсионные фонды имеют много уязвимых мест, которые создают почву для таких негативных явлений, как коррупция и возникновение различных мошеннических схем.

**Коррупция.** К сожалению, коррупционные скандалы нередки на поле управления пенсионными средствами. Особо стоит отметить крупные не афишируемые инвестиционные сделки с пенсионными активами под управлением Пенсионного гарантийного фонда корпораций (США). Выбор компаний для инвестирования при управлении большими активами был крайне сомнителен с точки зрения здравого смысла, практически все из этих компаний впоследствии обанкротились. Возможность проведения таких операций была получена по каналам высшей власти страны. Таким образом, в условиях кризиса пенсионные фонды стали для Уолл-стрит дополнительным источником денег для вложения в рискованные активы, а также средством политического давления на бизнес в обмен на финансовую помощь.

В 2013 г. один из крупнейших пенсионных фондов США California CALPERS оказался в центре крупного скандала. Бывший исполнительный директор фонда был признан виновным в краже 14 млн долл. из фонда Apollo Global Management [166]. С помощью налоговых консультантов руководство пенсионным фондом оптимизирует налогообложение и снижает таким образом свои издержки. Например, в США налог на прибыль составляет 35%, а налог на прирост капитала – лишь 15%. Клиенту предлагается схема, согласно которой он оплачивает комиссию за услуги фонда как консультационные, а затем эти средства переводятся в «дружественные» фонды и инвестируются без имеющихся ограничений. Трудно судить о законности таких схем, однако они вызывают доверие у клиентов, поскольку менеджеры фонда рискуют своим доходом так же, как и клиенты фонда. По данным Dow Jones (опросы пенсионных фондов), в

2009 г. такие схемы использовали 40% из 35 фондов, участвовавших в опросе. В период с 2007 по 2011 г. фонд Apollo Global Management перевел под управление своих партнеров 131 млн долл. в виде полученных комиссионных за управление средствами, а его конкурент KKR с 2007 по 2009 г. применил аналогичную схему для 180 млн долл. комиссионных. Это так называемая схема *management fee waiver*, которая позволяет фондам значительно сокращать объем налогооблагаемой базы [322].

**Появление мошеннических схем.** Аккумулированные финансовыми конгломератами и связанными с ними институциональными инвесторами пенсионные средства настолько велики, что с помощью них можно серьезным образом влиять на принятие решений в крупнейших корпорациях<sup>104</sup>. Реформы регулирования ведущих институциональных инвесторов – пенсионных фондов – основаны в первую очередь на модификации пруденциальных<sup>105</sup> норм и практики их применения, а также введении временных ограничений на определенные направления инвестиций с целью ориентации фондов на национальные финансовые рынки. Второй аспект модификации регулирования – политика государств, направленная на сокращение взносов граждан в накопительную систему и позволяющая получить временный дополнительный располагаемый доход домохозяйствам в кризисный период. Меры по снижению взносов приняли правительства целого ряда стран. В зависимости от архитектуры пенсионной системы эти меры имели форму: разрешения работодателям временно прекращать делать взносы на индивидуальные пенсионные счета работников на паритетной основе (США); откладывания ранее одобренного

---

<sup>104</sup> Идея использования пенсионных фондов для контроля корпораций впервые была озвучена еще в 1976 г. Питером Друкером: «Официальное право работников на получение пенсии как через компанию, так и через местную власть так и на уровне федерального правительства означает, что они владеют приличным процентом корпоративной собственности». В определении Друкера это — самый настоящий социализм, а США — первая социалистическая страна. В действительности именно работники, имеющие персональные счета в пенсионных фондах, и смогут управлять ими.

<sup>105</sup> Пруденциальный надзор — предварительный, «ранний» надзор и регулирование, позволяющее определить потенциальные возможности осложнений и проблем в деятельности финансовых институтов и их предотвратить. Пруденциальные нормы — обязательные требования, выполнение которых обеспечивает надежность, ликвидность и платежеспособность, управление рисками, защиту интересов акционеров и вкладчиков.

увеличения ставок взносов (Румыния); общего снижения ставок взносов (Литва, Эстония) и т. п. [60]. Однако такие меры могут в будущем угрожать достаточности пенсионного дохода.

В-третьих, пенсионные фонды, как институциональные инвесторы, быстро и адекватно реагируют на кризис, поэтому заменяют планы с фиксированными выплатами на планы с фиксированными взносами. Аннуитетные DC (Defined contribution) пенсионные схемы с определенными взносами являются сегодня одним из самых быстро растущих сегментов пенсионных сбережений в развитых экономиках. Однако участники (мелкие индивидуальные инвесторы) таких пенсионных планов часто недооценивают риски, связанные с участием в таких схемах накопления и принятием инвестиционных решений самостоятельно [246, pp.413–417; 158]. Планы с установленными взносами перекладывают финансовые риски изменения стоимости накопленных активов с пенсионной системы на пенсионера. Однако в то же время такие планы более предсказуемы. Корпоративные пенсионные планы пенсионные фонды также переориентируют с использования установленных выплат на установленные взносы [60]. Дж. Потебра, Дж. Раух и др. (Poterba, J., Rauh, S. et al) показали, что участники DC аннуитетных пенсионных схем оказываются подверженными риску бедности в старости из-за нехватки денежных средств на весь период старости [275, pp.2062-2086]. Для изменения ситуации требуются дополнительные меры получению финансовой грамотности населения.

В-четвертых, цель накопительных систем – показывать долгосрочную доходность пенсионных накоплений, что в условиях кризиса весьма проблематично.



## Выводы по главе

1. Трансформация финансовых конгломератов как крупных в мировой экономике обусловлена множеством факторов, однако можно выделить основные предпосылки создания нового типа такого финансового института:

- конкуренция за клиента;
- изменения рисков бедности в старости;
- банкострахование;
- продуктовая конвергенция;
- конвергенция норм, правил, стандартов и надгосударственная политика в области пенсионного и страхового обеспечения.

2. Формируется новый тип финансового конгломерата, включающий «пенсионную составляющую» Выход на пенсионные рынки, рассматривается конгломератами как источник новых ресурсов и капитала. формирование финансовых конгломератов нового типа, включающих не только банковский, страховой и инвестиционный сегмент, но и пенсионное направление, является новым явлением для мировой экономики, хотя появление такого типа конгломерата было обусловлено целым рядом взаимосвязанных событий и, прежде всего, кризисом концепции государства благосостояния.

3. Объединение разных финансовых институтов вызывает концентрацию рисков, что требует новых инновационных подходов к технике измерения и управления рисками в конгломерате.

4. В отношении регулирующих организаций основным вопросом является их архитектура. Пока не существует всеобщего признанного мнения относительно того, какое устройство системы надзора и контроля является наилучшим из возможных.

*Первый вариант* разработки системы регулирования – внедрение *региональной структуры регулирования, характерных для континентальной*

*Европы.* Основные ее преимущества – это относительные простота и дешевизна. Так как во многих странах органы, регулирующие деятельность финансовых посредников, уже существуют, можно констатировать, что, по крайней мере, база для развития этой схемы есть.

*Второй вариант – функциональный, основанный на регулировании определенной категории финансовых продуктов или услуг, которые предоставляет финансовая компания или холдинг, а не на самом финансовом институте, характерный для США.*

*Третий вариант – создание мегарегулятора.* Появление механизма единого централизованного регулирования было продиктовано требованием со стороны финансовых конгломератов, в составе которых присутствовали участники всех секторов финансового рынка, комплексного института надзора.

5. Для того чтобы консолидированный надзор был эффективен, нужны надлежащие законодательная и методологическая базы. Соответственно, возникают новые проблемы для регулятора, а именно:

- многие финансовые услуги «выходят» из сектора «банковского надзора», но риски остаются в финансовой системе;
- отсутствует определение достаточности капитала финансового конгломерата и составных его частей;
- возможно «заражение» одного сектора риском другого.

6. В ближайшей перспективе основной проблемой международного регулирования финансовых конгломератов будет выбор мировым финансовым сообществом единого глобального регулятора. Создание системы наднациональных институтов контроля также подразумевает свои сложности и возможные опасности. Наиболее вероятными кандидатами на роль центра подобной организации являются:

- Международная ассоциация страховых надзоров (*the International Association of Insurance Supervisors — IAIS*);
- «Группа двадцати» (*the Group of Twenty — G-20*);

- Совет по финансовой стабильности (*the Financial Stability Board* — FSB).

Основным и наиболее важным в данном контексте является набор инструментов, которые необходимо предоставить в распоряжение межнационального контрольного органа.

## Заключение

Процессы глобализации, ускорения научно-технического развития и широкого распространения информационных технологий в современном мировом хозяйстве являются как движущей силой общего процесса финансовой конвергенции, так и компонентой, определяющей ее интенсивное развитие. Глобализация финансовых рынков – процесс сложный, направленный на формирование единого мирового финансового рынка и протекающий на основе роста международного движения финансового капитала за счет многообразия и увеличения доли валютных, кредитных, финансовых, расчетных, страховых и фондовых операций на базе использования новейших средств телекоммуникаций и информационных технологий

На протяжении всего XX в. финансовые корпорации разных сегментов национального и мирового финансовых рынков тяготели к специализации и разделению функций, однако к началу XXI в. они начали демонстрировать выраженную склонность к объединению друг с другом и проникновению на функционально не свойственные им рынки. В первую очередь это объясняется невозможностью повышения своей конкурентоспособности только за счет собственных ресурсов в условиях глобализации, когда на рынке появляются крупные игроки, работающие на мировом уровне, по силе и мощности, существенно превосходящие других субъектов рынка, а также желанием увеличить свои преимущества за счет привлечения его капитала.

Финансовая конвергенция представляет собою взаимопроникновение деятельности конкурирующих ранее между собой субъектов, работающих в разных секторах финансового рынка. Можно различать агрессивную и добровольную финансовую конвергенцию. В свою очередь добровольная

конвергенция основана на объединении их деятельности в первую очередь за счет клиентской, продуктовой, технологической и сбытовой общности различных секторов финансового рынка и является механизмом одновременного повышения конкурентоспособности этих субъектов.

Основной институционально-организационной формой финансовой конвергенции является финансовый конгломерат (особое объединение транснациональных корпораций), отражающий специфику финансовой конвергенции и характеризующийся повышением конкурентоспособности фирм, входящих в него; неформальным объединением фирм; разнообразием форм объединения капитала фирм внутри него и присутствием во многих странах мира. В классическом понимании в финансовый конгломерат обычно включаются банковский, страховой и инвестиционный бизнесы. Однако из-за стремления к увеличению прибыли и сокращению расходов на ведение дел; необходимость эффективного использования капитала; перенасыщения национальных финансовых рынков, проявлениями которого являются большое число участников рынка и, как следствие, жесткая конкуренция между ними появилась потребность в развитии, которая может быть реализована путем захвата «чужого» участка финансового рынка, имеющего определенные сходства с точки зрения клиентской базы, техник продаж финансовых продуктов и т.д. Дополнительно важно стремление расширить географию своей деятельности как базу увеличения страхового портфеля и соответственного уменьшения риска.

Современная глобальная экономика изменяет условия, в которых приходится действовать всем крупнейшим корпорациям стран мира, в связи с глобализацией рынков сбыта продукции и превращением нововведений в главный фактор обеспечения конкурентоспособности. Проникая на новые рынки, корпорации сталкиваются прежде всего с разнообразием культурных традиций, с различиями условий рынка в том или ином регионе, а также с имеющимися там национальными бизнес-моделями. Они могут рассчитывать на успех, только обеспечив конкурентные преимущества в

глобальном измерении путем наращивания своего стратегического потенциала. Именно по этой причине финансовые рынки утратили часть присущих им ранее барьеров и стали в значительной степени гомогенными.

Именно финансовая конвергенция должна стать одной из ключевых областей компетенции для каждой части финансового конгломерата и для всех компонентов ее партнерской сети. Это будут организации, которые смогут трансформировать современную бизнес-среду таким образом, чтобы обеспечить свой рост в будущем. В частности, успех будет на стороне таких компаний, которые участвуют в глобальной стратегии роста с целенаправленной работой на местных рынках, т. е. гибко реагируя на потребности того или иного рынка и предоставление продуктов и услуг, характерных для данного региона. Мы видим здесь сочетание глобальных целевых установок и локального исполнения, что потребует от организаций поиска инструментов для обеспечения роста и конкурентоспособности.

Важным трендом развития мирового финансового рынка стало стимулирование конвергенции как международными организациями, так и самими национальными регуляторами разных стран. Это выражается в требованиях к обеспечению равного доступа частного капитала к оказанию любых услуг и открытой международной конкуренции, и отмене ограничений для провайдеров услуг разных секторов финансового рынка при разработке конвергированных финансовых продуктов, имеющих сходные черты в банковском, страховом и пенсионном секторах.

Поставщиками такого рода инструментов как раз и стали такие международные институциональные инвесторы, как страховые корпорации и пенсионные фонды, динамика роста активов которых показывает их все увеличивающуюся роль в мировой экономике.

Ключевым аспектом в подобной модели становится возможность динамично реагировать на запросы внешней среды. Самый подходящий платежеспособный потребитель – находящийся сейчас в трудоспособном

возрасте будущий пенсионер: самую большую страту населения через ближайшие 20–30 лет будут составлять люди пенсионного возраста.

Потребитель сегодня определяет и формирует стратегию развития любого финансового института. Однако, чтобы потребитель имел возможность использовать весь потенциал представленных на страховом и пенсионном секторах финансового рынка возможностей, он должен обладать достаточно широким спектром знаний или полагаться на профессиональный совет финансового консультанта.

На потребителя одновременно оказывается, с одной стороны, информационное давление тем же крупным бизнесом путем формирования мотивации к увеличению количества и разнообразия потребления посредством информационно-коммуникационных технологий и интернета. С другой стороны, государство мотивирует к накоплению и приобретению длительных финансовых продуктов, перекладывая заботу о будущем финансовом благополучии и управлении рисками жизненного цикла на домохозяйства (потребителя) посредством проведения масштабных пенсионных реформ практически во всех странах мира. Эти реформы полностью меняют сложившуюся десятилетиями и привычную для населения структуру управления рисками жизненного цикла индивидуума, в особенности рисками бедности в старости.

Трансформация государственных пенсионных схем, основанных на принципах солидарности поколений в сторону рыночно ориентированных схем и перераспределение рисков с общественного на индивидуальный уровень потребовала от самих государственных структур стимулировать использование в рамках пенсионного сектора финансового рынка инструментов страхового и наоборот. Ответом финансового рынка стал процесс поиска новых форм финансовых конгломератов, отвечающих современным вызовам, изменение их структуры и включение пенсионной составляющей в бизнес конгломерата.

Страховой и пенсионный секторы очень схожи между собой по следующим параметрам. Они могут представлять схожие продукты и услуги, связанные с пенсионным обеспечением (продуктовая общность этих секторов). По этой причине у них могут быть одни и те же потребители (клиентская общность), также они могут использовать практически одинаковые технологии создания, продвижения, продажи и сбыта своих продуктов и услуг (технологическая и сбытовая общность).

Укрупнение компаний напрямую ведет к унификации условий страхования и продуктового ряда страховых продуктов. Оно происходит как прямое заимствование странами с развивающимися страховыми рынками страховых технологий крупных международных страховщиков развитых государств. *Финансовые конгломераты с пенсионной составляющей увеличивают преимущество в сбыте за счет фокусировки на наиболее многочисленной и платежеспособной нише мирового финансового рынка.*

Феномен финансовых конгломератов поставил перед регуляторами совершенно новые вопросы. Новые реалии привели к радикальным изменениям концептуальных основ регуляторной политики развитых стран. В условиях кризиса регулирование финансовых конгломератов привлекает особенное внимание.

Возникшие риски нуждаются в адекватной реакции со стороны органов регулирования. При формировании разнородной финансовой группы, включающей институты нескольких секторов финансового рынка, невозможно традиционными способами на функциональном уровне определить регулятора, ответственного за нормирование рисков группы. Риски финансового конгломерата носят более выраженный междисциплинарный характер. Таким образом, дискуссия о регулировании конгломератов стала поводом для возникновения идеи мегарегулятора. Если при традиционном функциональном регулировании орган банковского надзора следит за банковскими процессами, а орган страхового надзора – за



страховыми организациями, то при институциональном подходе надзор осуществляется одним регулятором. Но как показывает практика, ни одна из теоретических моделей не существует в чистом виде, что свидетельствует о сложности выбора оптимальной организации финансового регулирования и надзора.

На фоне легитимного расширения возможностей крупных международных финансовых игроков в лице ФК, увеличения их количества, разнообразия их форм и структуры; отсутствия должного регулирования, обеспечивающего их финансовую устойчивость, появления сложных комплексных финансовых продуктов, требующих наличия специальных знаний у потребителя, таких как динамические гибридные страховые продукты, пенсионные депозитные сертификаты, переменные аннуитеты; противоречия между международным характером финансового бизнеса и национальной основой его регулирования; возникают новые для регулятора в лице государства риски.

Пока не существует всеобщего признанного мнения относительно того, какое устройство системы надзора и контроля (архитектура) является наилучшим из возможных (региональная, функциональная, мегарегулирование). Выбор метода регулирования финансового рынка обусловлен прежде всего моделью правовой системы страны. Регулирующие институты пока не успевают за быстро изменяющимися потребностями финансовых рынков. Можно выделить два основных блока причин этого. Противоречие между глобальной природой финансовых рынков и ограниченным (национальным) характером финансового надзора.

При разработке регулирующих инициатив для развития финансовых институтов в России необходимо учитывать опыт и ошибки организации финансовых конгломератов в развитых в финансовом отношении странах, таких, например, как те же государства Евросоюза, которые геополитически и по менталитету, возможно, нам ближе, чем североамериканские.

**Библиографический список**

1. Конституция Российской Федерации: официальный текст. – М.; Юридическая литература, 2009. – 64 с.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации. М.: Издательство: КноРус, 2012. – 512 с.
3. Закон РФ от 27 ноября 1992 г. № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями). – режим доступа: <http://base.garant.ru/10100758/> (дата обращения: 04.10.2016).
4. Федеральный закон от 02.12.1990 N 395-1 (ред. от 03.07.2016) «О банках и банковской деятельности» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2016). – режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=200109#0> (дата обращения: 24.10.2016).
5. Федеральный закон от 15.12.2001 N 167-ФЗ (ред. от 14.12.2015) «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=182957#0> (дата обращения: 24.10.2016).
6. Система национальных счетов 2008 / Европейская комиссия Международный валютный фонд. SNA EA 2008 001 Организация экономического сотрудничества и развития, Код ОЭСР 302009191P1. Нью-Йорк, 2012. Организация Объединенных документов ST/ESA/STAT/SER.F/2/Rev.5
7. Авдокушин, Е.Ф. Процесс глокализации как форма развития глобальной экономики /Е.Ф. Авдокушин // Ученые записки Международного банковского института. 2014. № 8-2. С. 9-12.
8. Адамчук, Н. Г. Регулирование мировой торговли страховыми услугами в ВТО/ Н.Г. Адамчук, С.Н. Асабина, Н.А.Ключенко – М.: Анкил, 2003.

9. Акио, М. Сделано в Японии. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 289 с.
10. Ашмарина, Н. В. Современные тенденции и причины реформирования пенсионных систем в мире // Сб. материалов и тезисов I Всерос. научно-практич. конф.: Насущные вопросы формирования системы социального страхования и пенсионного обеспечения. 28–30 апреля 2009 г. Санкт-Петербург, СПбГУ. – 96 с.
11. Бандурин, В. В. Глобализация мировой экономики и Россия / В.В. Бандурин, Б. Г. Рацич, М. Е. Чатич. – М.: Буквица, 1999. – 279 с.
12. Белоглазова, Г. Н. Современные тенденции развития банковского бизнеса / Г.Н. Белоглазова // Вестник ОГУ. – 2002. – № 4. – С. 30-34.
13. Белозеров, С. А., Писаренко, Ж. В. Тестирование российского страхового рынка на наличие конвергенции / С. А. Белозёров, Ж. В. Писаренко // Экономика региона. – 2014. – № 3. – С.198-208.
14. Бельгибаева, К. К. Методологические подходы к сравнению косвенно измеряемых услуг финансовых посредников в странах СНГ / К. К. Бельгибаева // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2011. – № 1. – С. 155-159.
15. Бляхман, Л. С. Три цвета экономического времени: свершения и проблемы российской экономики / Л. С. Бляхман. – СПб.: ИПЦ СПГУТД, 2011. – 245 с.
16. Бровкова, А. В. Совершенствование подходов к статистическому анализу социально-экономического неравенства и конвергенции регионов России [Электронный ресурс] / А. В. Бровкова. // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2014. – №2. – Режим доступа: URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/sovershenstvovanie-podhodov-k->

statisticheskomu-analizu-sotsialno-ekonomicheskogo-neravenstva-i-konvergentsii-regionov-rossii (дата обращения: 12.10.2016).

17. Ващекин, Н. П. Постиндустриальное общество как концепция новой глобальной цивилизации / Н. П. Ващекин, М. А. Мунтян, А. Д. Урсул. – М., 2000. – С. 245.
18. Владимирова, И. Г. Организационные формы интеграции компаний [Электронный ресурс] / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. № – 6. – Режим доступа: URL: <http://www.cfin.ru/press/management/1999-6/13.shtml> (дата обращения: 03.10.2016).
19. Власенкова, Ю. Б. Перспективы развития финансовых супермаркетов в России / Ю. Б. Власенкова // Банковское дело. – 2007. – № 6. – С. 88–90.
20. Гильфердинг, Р. Финансовый капитал / Р. Гильфердинг. – М.: Соцэкгиз, 1959. – 491 с.
21. Головина, С. Г., Пугин, С. В. Оценка процессов конвергенции (дивергенции) в развитии районов Курганской области [Электронный ресурс] / С. Г. Головина, С. В. Пугин // Вестник АГАУ. – 2014. – №12 (122). – Режим доступа: URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-protsessov-konvergentsii-divergentsii-v-razvitii-rayonov-kurganskoy-oblasti> (дата обращения: 12.10.2016).
22. Духно, С.И., Писаренко, Ж.В. Тенденции развития государственного регулирования энергетических рынков / С. И. Духно С.И., Ж. В. Писаренко // Записки Горного института. Проблемы развития минерально-сырьевого и топливно-энергетического комплексов России. – 2008. – т.179.– С. 120-122.
23. Дынкин, А. А. Интегрированные бизнес-группы: прорыв к модернизации страны / А. А. Дынкин, А. А. Соколов – М.: Центр исследования и статистики науки, 2002. – 200с.

24. Единая межведомственная федеральная статистическая служба. Паспорт показателя «Скрытые оплата труда и смешанные доходы» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://fedstat.ru/indicator/description.do?id=33977> (дата обращения 20.06.2016).
25. Единый государственный реестр субъектов страхового дела [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/sbrfr/common/upload/Reestr\\_SSD\\_na\\_31.12.2013.xls](http://www.cbr.ru/sbrfr/common/upload/Reestr_SSD_na_31.12.2013.xls) (дата обращения 29.10.2016).
26. Звирко, М. В. Сетевая экономика: понятие, преимущества и недостатки [Электронный ресурс] / М. В. Звирко. – Режим доступа: URL: <http://www.teoria-practica.ru/-1-2012/economics/zvirko.pdf> (дата обращения: 03.05.2016).
27. Зотин, А. Япония перед расцветом / А. Зотин // Коммерсант. Деньги. – 2015. – № 11 (1019). – 23.03.2015 - 29.03.2015.
28. Игнатов, А. А. Государственное регулирование частных пенсионных систем в США [Электронный ресурс] / А. А. Игнатов. – Режим доступа: URL: <http://www.online-science.ru/userfiles/file/xkjuejoocvga1tj8kfosyl3ui33edl5u.pdf> (дата обращения: 23.06.2016).
29. Извеков, Д. А. Анализ мировых тенденций на рынке страхования [Электронный ресурс] / Д. А. Извеков / Сб. науч. трудов. – Режим доступа: URL: <http://www.cfin.ru/bandurin/article/sbrn05/12.shtml> (Электронный ресурс) (дата обращения: 12.06.2016).
30. Информационный бюллетень Межсекретариатской рабочей группы по национальным счетам (МСРГНС). Документы и доклады заседаний МСРГНС [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/iswgna.htm> (дата обращения: 13.10.2016).

31. Информационный ресурс. Статистика стран мира [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://iformatsiya.ru/category/mirovaya-statistika/> (дата обращения: 13.10.2016).
32. Калмыкова, О. М. Технологические парадигмы XX века / О. М. Калмыкова // Гуманитарные и социально-экономические науки. – Ростов н./Д: Изд-во СКНЦ ВШ ЮФУ АПСН, 2012. –198 с. –С. 8-10.
33. Канаев, А. В. Банковская деятельность в свете теории финансового посредничества: традиции и инновации / А.В. Канаев // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. Экономика. –2006. – Вып.3. с.113-123.
34. Князев, Н. А. Философские уровни анализа сущности процессов глобализации [Электронный ресурс] / Н. А. Князев // Вестник НГПУ. – 2013. – №4 (14). – Режим доступа: URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/filosofskie-urovni-analiza-suschnosti-protsestsovo-globalizatsii> (дата обращения: 16.10.2016).
35. Коллонтай, В. М. Эволюция современных финансов / В. М. Коллонтай // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. Ломоносова. – 2000. – №1.
36. Колокольников, А. Г. Организация и обеспечение деятельности розничной системы сбыта страховых услуг [Электронный ресурс] / А. Г. Колокольников // Организация продаж страховых продуктов. – 2008. – № 6. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/ins/prod/2008\\_6.htm](http://www.reglament.net/ins/prod/2008_6.htm) (дата обращения: 16.10.2016).
37. Комарова, Н. В. Становление и развитие российского страхового рынка / «Финансовые рынки». Учебник под ред. В. В. Иванова. –М.: РГ Пресс, 2013. – С.338.

38. Котлобовский И.Б., Саган А.И. Государственное регулирование страхового рынка России в условиях вступления в ВТО. Финансы, № 12, 2012.
39. Котелкин, С. В., Котелкин, В. И. Обменные курсы и сравнительная инфляция: равновесные уровни и валютные «аномалии» / С. В. Котелкин, В. И. Котелкин // Вестн. С.-Петербургского ун-та. Сер. 5: Экономика. – 2007. – Вып. 4. – С. 76–87.
40. Краснов, В. Ю. Организация работы по оценке страховых продуктов посредником [Электронный ресурс] / В. Ю. Краснов // Организация продаж страховых продуктов. – 2008. – №2. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/ins/prod/2008\\_2.htm](http://www.reglament.net/ins/prod/2008_2.htm) (дата обращения 26.06.2016).
41. Кузнецова, Н. П. Экономический рост: история и современность / Н. П. Кузнецова. – СПб.: Издательский дом «Сентябрь», 2001. – 144 с.
42. Кузнецова, Н. П., Писаренко, Ж. В. Роль накопительной компоненты в пенсионных реформах в странах Европы и в России / Н. П. Кузнецова, Ж. В. Писаренко // Проблемы современной экономики. – 2016. – № 1(57). – С.149-157.
43. Кузнецова, Н. П., Чернова, Г. В. Конвергенция в сфере финансовых услуг / Н. П. Кузнецова, Г. В. Чернова // Вестник СПбГУ. Серия 5. – 2001. – Выпуск 4. – №23. – С.129-136.
44. Кузнецова, Н. П. Информационная экономика в условиях глобализации / Н. П. Кузнецова // Международная научно-практическая конференция «Мировая экономика на пороге нового тысячелетия». – СПб: Издательство ОЦЭиМ, 2003. – С. 235-247.
45. Кулаков, М. В., Чихун, Л. П. Государство как субъект экономического развития / М. В. Кулаков, Л. П. Чихун // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. – 2010. – № 6. – С. 13-22.

46. Курицкий, А. Б. Интернет-экономика: закономерности формирования и функционирования: монография / А. Б. Курицкий. – СПб., 2001. – 239 с.
47. Курицкий, А. Б. Государственное регулирование информационной экономики: монография / А. Б. Курицкий. – СПб., 2005. – 248 с.
48. Курицкий, А. Б. Транснациональные корпорации в информационном обществе: монография / А. Б. Курицкий. – СПб.: Судостроение, 1998. – 227 с.
49. Лайков, А. Ю. Основы реализации клиентоориентированного подхода в страховом бизнесе [Электронный ресурс] / А. Ю. Лайков // Организация продаж страховых продуктов. – 2006. – № 4. – Режим доступа: <http://www.rifams.ru/biblioteka/klient>(дата обращения: 12.06.2016).
50. Ленин, В. И. Империализм как высшая стадия капитализма / В. И. Ленин. – М.: Политиздат, 1986. – 125 с.
51. Лопатин, В. Н. Информационная безопасность России: Человек. Общество. Государство / В. Н. Лопатин – СПб, 2000. – 428 с.
52. Лукашевич, В. В., Сутырин, С. Ф. Современный кризис: новые измерения и вызовы / В. В. Лукашевич, С. Ф. Сутырин // Вестн. С.-Петербургского ун-та. – 2009. Сер. 5: Экономика. – Вып. 3. – С. 3–11.
53. Мельянцев, В. Информационная революция — феномен «новой экономики» / В. Мельянцев // МЭиМО. – 2001. – № 32. – С. 6–7.
54. Моисеев, С. От холдингов — к конгломератам [Электронный ресурс] / С. Моисеев. – Режим доступа: URL: [http://www.spekulant.ru/archive/Ot\\_holdingov\\_k\\_konglomeratam.html](http://www.spekulant.ru/archive/Ot_holdingov_k_konglomeratam.html) (дата обращения: 12.06.2016).
55. Нестандартная занятость в российской экономике / Под ред. В. Е. Гимпельсона, Р. И. Капелюшников. [Электронный ресурс] – М.: ГУ-ВШЭ, 2006. – Режим доступа:



- [https://www.hse.ru/data/2010/05/04/1216408139/WP3\\_2005\\_05.pdf](https://www.hse.ru/data/2010/05/04/1216408139/WP3_2005_05.pdf) (дата обращения: 12.06.2016).
56. Никитина, Т. В. Интеграция европейских финансовых рынков: текущее состояние и перспективы развития / Т. В. Никитина // Финансовый мир. – 2006. – Вып. 3. – С. 28-31.
57. Никитина, Т. В. К вопросу единой системы финансового надзора в Европе в условиях финансовой глобализации / Т. В. Никитина. – СПб.: Издательство СПбГУ, 2007. – 216 с.
58. Никитина, Т. В. Влияние финансовой глобализации на развитие банковского дела и банковского надзора / Т. В. Никитина. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2007. – С.202.
59. Новое индустриальное общество: Пер. с англ. / Дж. Гэлбрейт. М.: ООО «Издательство АСТ»; ООО «Транзиткнига»; – СПб.: Terra Fantastica, 2004. – 602 с.
60. Пенсионные системы после кризиса // Обзор Центра макроэкономических исследований Сбербанка России. Май, 2011. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: [http://sberbank.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\\_center/pens\\_syst.pdf](http://sberbank.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press_center/pens_syst.pdf) (дата обращения: 01.06.2016).
61. **Пересмотр концептуальных подходов к регулированию** [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://www.m.rb.ru/article/prichiny-obuslavlivayushhie-sozдание-megaregulyatora/5361597.html> (дата обращения: 01.06.2016).
62. Писаренко, Ж. В. Институциональные основы развития пенсионных систем в условиях финансовой конвергенции: (монография) / Ж. В. Писаренко – СПб.: Изд-во С.-Петербургского ун-та, 2014. – 202 с.
63. Писаренко, Ж. В., Кузнецова, Н. П. Финансовая конвергенция и финансовые конгломераты в мировой экономике: монография / Ж. В.

- Писаренко, Н.П. Кузнецова; под ред. проф. Митина С. Г. – СПб.: Изд-во ОГБУ «АИК», 2011. – 121 с.
64. Писаренко, Ж. В., Кузнецова, Н. П. Формирование механизма страхового посредничества в финансовых конгломератах / Ж. В. Писаренко, Н.П. Кузнецова // Вестн. С.-Петербургского ун-та. – Сер. 5: Экономика. – 2011. – Вып. 4. – С. 76–87.
65. Писаренко, Ж. В., Чернова, Г. В. Финансовая конвергенция как механизм повышения конкурентоспособности субъектов финансового рынка / Ж. В. Писаренко, Г. В. Чернова // Финансы и кредит. – 2015. – № 46 (670). – С. 10-23.
66. Писаренко, Ж. В., Чернова, Г. В., Калайда, С. А. Методологические аспекты моделирования антикризисного управления / Ж. В. Писаренко, Г. В. Чернова, С. А. Калайда // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. – Выпуск 4. – 2010. – Стр. 89-99.
67. Писаренко, Ж. В. Хвостова, К. В. БРИК: шаг за шагом: материалы международной конференции / Ж. В. Писаренко, К. В. Хвостова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. – 2009. – № 4. – С. 199-204.
68. Писаренко, Ж. В. Особенности банкострахования в России: защита интересов потребителей сложных финансовых услуг / Ж. В. Писаренко, // Актуальные проблемы экономики и права. – 2013. – № 2. – С. 140-146.
69. Писаренко, Ж.В., Кузнецова, Н.П. Направления модификации государственного и межгосударственного регулирования особой институционально-организационной формы финансовой конвергенции - финансовых конгломератов / Ж. В. Писаренко, Н.П. Кузнецова // Известия МАО. – № 28. – 2016. С. – 68-74.
70. Писаренко, Ж.В., Солопенко, Е.В. Сравнительный анализ подверженности рискам региональных и федеральных страховых организаций на страховом рынке России / Ж. В. Писаренко, Е. В.

- Солопенко // Фундаментальные исследования. – 2016. – №5 (часть 3). – С. 621-627.
71. Писаренко, Ж.В. Страхование и управление рисками: проблемы и перспективы: монография / Архипов А.П., Базанов А.Н., Писаренко Ж.В. и др.; под ред. С.А. Белозерова и Н.П. Кузнецовой. – Москва: Проспект, 2017. – 528 с. (стр. 30-45, стр.171-189).
72. Разманова, С.В. *Мачула, И. А., Писаренко, Ж. В.* Моделирование прогнозных цен на сжиженный природный газ для КНР/ *Разманова С. В., Мачула И. А., Писаренко Ж. В.* // Газовая промышленность (август/726/2015)
73. Райнерт, Э. С. Как богатые страны стали богатыми [Электронный ресурс] / Э. С. Райнерт, 2011. – Режим доступа: [http://royallib.com/book/raynert\\_erik/kak\\_bogatie\\_strani\\_stali\\_bogatimi\\_i\\_pochemu\\_bednie\\_strani\\_ostayutsya\\_bednimi.html](http://royallib.com/book/raynert_erik/kak_bogatie_strani_stali_bogatimi_i_pochemu_bednie_strani_ostayutsya_bednimi.html) (дата обращения: 02.05.2016).
74. Расков, Н. В. Ненаблюдаемая экономика как потенциальный ресурс развития рыночного хозяйства [Электронный ресурс] / Н. В. Расков // Проблемы современной экономики. – 2009. – № 2(30). – Режим доступа: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=2609> (дата обращения 26.06.2016).
75. Роик, В. Государственное и договорное регулирование заработной платы и пенсионного обеспечения. Зарубежный и отечественный опыт / В. Роик – М.: МИК, 2008. – 304 с.
76. Руденко, Д. Ю., Зинковская, К. Ю. Процессы конвергенции в глобальной экономике [Электронный ресурс] / Д. Ю. Руденко, К. Ю. Зинковская // Век глобализации. – 2015. – №1. – Режим доступа: URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/protsessy-konvergentsii-v-globalnoy-ekonomike> (дата обращения: 12.10.2016).

- 77.Рязанов, В. Т. Мировой экономический кризис и Россия: причины, последствия, пути преодоления [Электронный ресурс] / В. Т. Рязанов // Международная Научная Конференция 12–13 ноября 2009 г. Санкт-Петербург. – Режим доступа: URL: <http://worldec.ru/content/conference/Conference%20proceedings.pdf> (дата обращения: 12.06.2016).
- 78.Рязанов, В. Т. Наднациональные и национальные регуляторы в условиях глобальной экономической нестабильности / В. Т. Рязанов // Вестник Санкт-петербургского университета. –Серия 5. Экономика. – 2012. – Вып. 2. – с. 13-33.
- 79.Писаренко, Ж. В., Сафронов, С. Б. Совершенствование государственного регулирования деятельности финансовых конгломератов / Ж. В. Писаренко, С. Б. Сафронов // 12-я Научно-практическая конференция «Актуальные проблемы менеджмента в России на современном этапе: проблемы внедрения управленческих инноваций в мезоэкономических системах». 5 декабря 2008 г. – СПб., ОЦЭиМ, 2008.
80. Сахаров, А. А. Суверенные фонды благосостояния. Опыт России [Электронный ресурс] / А. А. Сахаров // Методический журнал Регламентация банковских операций. Документы и комментарии. 2009. – Режим доступа: URL: <http://www.klerk.ru/bank/articles/126251/> (дата обращения: 12.11.2016).
- 81.Сахаров, А. Д. Размышления о прогрессе, мирном сосуществовании и интеллектуальной свободе/ А. Д. Сахаров [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.sakharov-center.ru/sakharov/works/40.html> (дата обращения: 11.10.2016).
- 82.Синявская, О. В. Неформальная занятость в России: измерение, масштабы, динамика / О. В. Синявская. // Экономическая социология. 2005. №2 С.12-28.

- 83.Сорокин, П. А. Общие черты и различия между Россией и США. Из истории развития межнациональных отношений в России (фрагменты из книги «Россия и Соединенные Штаты», 1944) / П. А. Сорокин // СОЦИС. – 1993. – № 8. – С. 133 – 145.
- 84.Соколов, Б.И., Воронова, Н.С. Современные источники и инструменты финансово-инвестиционных ресурсов / Соколов, Б.И., Воронова, Н.С. // Реформы и право. – 2012. – № 1. – С. 29-36.
- 85.Скрипнюк, Д. Ф. Финансовая глобализация: методика оценки и межстрановой анализ / Скрипнюк, Д. Ф. В сборнике: Интеграция экономики в систему мирохозяйственных связей/ Сборник научных трудов XV Международной научно-практической конференции. –2010. – С. 314-320.
- 86.Суэтин, А. А. Международный финансовый рынок [Электронный ресурс]. / Суэтин, А. А. // Журнал «Аудитор». – 2005. – № 4. – Режим доступа: <http://gaap.ru/articles/52633/> (дата обращения: 12.05.2016).
- 87.Титкова, Я. Ю. Понятия и виды пенсионных систем / Я. Ю. Титкова [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://www.pensions.ru> (дата обращения: 12.04.2016).
- 88.Толмачев, М. Н. Теоретические и эмпирические подходы к конвергенции сельскохозяйственного производства / М. Н. Толмачев // Вестн. Волгогр. гос. ун-та. Сер. 3: Экономика, Экология. – 2012. – № 1 (20). – С. 193–199.
- 89.Турбина, К. Е. Новые технологии управления рисками / К. Е. Турбина // Управление риском. – 2007. – № 1. – С.21.
- 90.Формула успеха [Электронный ресурс] // Корпоративный журнал «ВСК-Страховой дом». – 2012. – № 2(36). – С.11–14. – Режим доступа: URL: <http://www.vsk.ru> (дата обращения: 28.10.2016).
- 91.Хесин, Е. С. Современная мировая экономика: Финансы и накопление капитала [Электронный ресурс] / Е. С. Хесин //Деньги и кредит. – № 8.

- 2016. – С. 31-36. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/hesin\\_08\\_16.pdf](http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/hesin_08_16.pdf) (дата обращения 10.10.2016).
92. Хохлова, С. В., Молчанова, Л. А. Финансовые посредники и их роль в развитии финансового рынка / С. В. Хохлова, Л. А. Молчанова // Экономика и предпринимательство. – 2015. – № 1 (54). – С. 907-910.
93. Худякова, Л. С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках [Электронный ресурс] / Л. С. Худякова – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/hudyakova\\_07\\_11.pdf](http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/hudyakova_07_11.pdf). (дата обращения 10.10.2016).
94. Черешева, Е. А. Комментарий к Федеральному закону от 07.05.1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах», 2008 / Е. А. Черешева [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://base.garant.ru/5588542/3/#ixzz35sAQGAм9> (Электронный ресурс) (дата обращения: 12.03.2016).
95. Шавшуков, В. М. Экономическая глобализация и проблемы национальной безопасности / В. М. Шавшуков // Евразийский научно-научно аналитический журнал Проблемы современной экономики. – 2005. – Т.13. – № 1. – С.97-102.
96. Шахпазов, К. А. Финансовые конгломераты в зеркале статистики / К. А. Шахпазов // Вестник ИНЖЭКОНа. Серия Экономика. – 2012. – № 3. – С. 431-433.
97. Шеллинг, Т. Стратегия конфликта [Электронный ресурс] / Шеллинг Т. – М.: ИРИСЭН, 2007. – Режим доступа: <http://www.docme.ru/doc/74250/shelling-t.-strategiya-konflikta> (дата обращения: 12.11.2016).
98. Шибает, С. Г. Проблемы сертификации страховых агентов [Электронный ресурс] / С. Г. Шибает // Организация продаж страховых продуктов. – 2009. – №3. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/ins/prod/2006\\_2.htm](http://www.reglament.net/ins/prod/2006_2.htm)(дата обращения: 12.11.2016).

99. Электронная версия бюллетеня «Население и общество». Институт демографии Государственного университета - Высшей школы экономики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://www.demoscope.ru/weekly/2014/0623/gazeta021.php> (Электронный ресурс) (дата обращения 26.09.2016).
100. ABA Antitrust section. Merger Standards under US Antitrust Laws / American Bar Association. Monograph № 7. Washington: Library of Congress, 1981. URL: [http://www.americanbar.org/groups/antitrust\\_law.html](http://www.americanbar.org/groups/antitrust_law.html) (дата обращения: 24.10.2016).
101. American Deposit Corp. v. Schacht, 887 F.Supp.1066 (N.D. Ill. 1995), aff'd, 84 F.3d 834 (7th Cir. 1996).
102. Annual Review 2013. A successful initial public offering (IPO) of the US insurance business (ING U.S.) URL: <http://www.annualreview.ing.com/jaaroverzicht-2013/en/d/> (дата обращения: 04.05.2016).
103. Directive 2002/87/ES of The European Parliament and of the Council of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC and 93/22/EEC, and Directives 98/78/EC and 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-conglomerates/docs/consult\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/docs/consult_en.pdf) (дата обращения: 02.03.2016).
104. Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) (recast) //Official Journal of the European Union (OJEU). 17.12.2009. L 335. P. 1–155.
105. Dodd Frank Wall Street and Reform and Consumer Protection Act. Pub. L. № 111–203. 124 Stat. 1376. 2010.

- <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cra.pdf> (дата обращения: 06.07.2016).
106. European Commission Letter. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2990403/PL-Reply-to-ex-ante-consultation-related-to-systemic-pension-reform-27-11-2014.pdf/86c08827-225f-4231-9f74-be6c2e7b9e1a> (дата обращения 28.06.2016).
107. Finance Act (FA) 2004. Part 4. URL: [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/385065/ТИИИ\\_8130\\_2140.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/385065/ТИИИ_8130_2140.pdf) (дата обращения 26.06.2016).
108. Financial conglomerates as universal financial (insurance) intermediaries/ Pisarenko, J.V., Kuznetsova, N.P. /International conference «9-th Eurasia Business and economic society conference». Rome, Italy. January 11-13 января 2013.
109. Joint Committee. List of Identified Financial Conglomerates. As per 31 December 2013. Financial conglomerates with head of group in the EU/EEA, Article 3 of Directive 2002/87/EC [FICOD] <http://www.esma.europa.eu/news/Joint-Committee-publishes-2014-list-identified-financial-conglomerates?t=326&o=home> (дата обращения 11.03.2016).
110. Report on the review of the Financial Conglomerates Directive 2002/87/EC. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012DC0785:EN:N> ОТ (дата обращения: 20.10.2016).
111. Revision of the Financial Conglomerates Directive URL:[http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-10-376\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-376_en.htm) (дата обращения 20.09.2016). Principles for the supervision of financial conglomerates. URL: <http://www.bis.org/publ/joint27.pdf> (дата обращения 11.10.2016).



112. Sarbanes-Oxley Act of 2002. 107th Congress Public Law 204 From the U.S. Government Printing Office DOCID: f:publ204.107 Page 116. STAT. 745. Public Law 107–204 107th Congress. URL: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/html/PLAW-107publ204.htm> (дата обращения 20.10.2016).
113. The Glass-Steagall Act, also known as the Banking Act of 1933 (48 Stat. 162) URL:[https://www.csbs.org/bankinglaw101/BL101%20PDF/Glass-Steagall\\_Act.pdf](https://www.csbs.org/bankinglaw101/BL101%20PDF/Glass-Steagall_Act.pdf) (дата обращения 22.10.2016).
114. The Gramm–Leach–Bliley Act (GLB), also known as the Financial Services Modernization Act of 1999, (Pub.L. 106-102, 113 Stat. 1338) «Bill Summary & Status 106th Congress (1999 - 2000) S.900 CRS Summary - Thomas (Library of Congress)». Retrieved 2011-02-08. The Library of Congress URL: <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d106:SN00900:@@@D&summ2=m&> (дата обращения: 04.10.2016).
115. Adam, K., Jappelli, T., Menichini, A., Padula, M., Pagano, M. Analyze, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union / Working Paper, Center for Studies in Economics and Finance, University of Salerno, 2002. URL:[http://ec.europa.eu/internal\\_market/economic-reports/docs/020128\\_cap\\_mark\\_int\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/economic-reports/docs/020128_cap_mark_int_en.pdf) (дата обращения 29.07.2016).
116. Affinito, M., Farabullini, F. Does the Law of One Price Hold in Retail Banking? An Analysis of National Interest Rate Differentials in the Euro Area // Research Paper. Bank of Italy. Economic Research Department, 2006. URL: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb09q1a1.pdf> (дата обращения: 29.03.2016).
117. Berglöf, E. The Fear of Being Left Behind / Vox-EU, URL <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/435> (дата обращения 26.06.2016).
118. Ahumada, Lous A., Cetorelli N. Internal Dynamics in Financial Conglomerates:.Evidence from Bank- Pension Fund Common Ownership in

- Chile. LACEA 2007 Conference. URL:  
[http://www.webmeets.com/files/papers/LACEA-LAMES/2007/548/Ahumada-Cetorelli\\_May%20LACEA\\_2007.pdf](http://www.webmeets.com/files/papers/LACEA-LAMES/2007/548/Ahumada-Cetorelli_May%20LACEA_2007.pdf) (дата обращения 22.04.2016)
119. Airaksinen A., Luomaranta, H., Alajääskö, P., Roodhuijzen, A. Dependent and independent SMEs and large enterprises, 2014. URL:[http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Statistics\\_on\\_small\\_and\\_medium-sized\\_enterprises](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Statistics_on_small_and_medium-sized_enterprises) (дата обращения: 11.10.2016).
120. Almeida, H. V., Wolfenzon, D. A theory of pyramidal ownership and family business groups // Journal of Finance. 2006. № 61. pp. 2637–2680.
121. An Assessment of US Competitiveness in High Technology Industries. U.S. Dept. of Commerce, International Trade Administration: Washington, 1983. P. 68. <http://trove.nla.gov.au/work/3678325?selectedversion=NBD2851608> (дата обращения 15.05.2016).
122. Anderson, S., Cavanagh, Jh. Top 200: The Rise of Global Corporate Power // Corporate Watch. 2000. URL: <https://www.globalpolicy.org/component/content/article/221/47211.html> (дата обращения: 11.10.2016).
123. Arza, C. Welfare regimes and distributional principles. EUU Working papers. RSCAS. 2006. № 30. URL: <http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/6256/RSCAS-2006-30.pdf?sequence=1> (дата обращения 12.05.2016).
124. Auerbach, Alan J., Lee R. Notional Defined Contribution Pension Systems in a Stochastic Context: Design and Stability University of California, Berkeley and NBER and University of California, Berkeley and NBER December 2006. URL:<http://www.nber.org/aging/rrc/papers/orrc06-09.pdf> (дата обращения 15.03.2016).

125. Averting the Old Age Crisis. World Bank, 1994. URL:<http://documents.worldbank.org/curated/en/973571468174557899/Averting-the-old-age-crisis-policies-to-protect-the-old-and-promote-growth> (дата обращения 12.05.2016).
126. Bacon R. Measurement of Welfare Changes Caused by Large Price Shifts. Washington. 1995. URL:<http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/0-8213-3155-8> (дата обращения: 06.10.2016).
127. Baele, L., Ferrando, A., Hoerdahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. Measuring Financial Integration in the Euro Area. Occasional Paper Series, 14. 2004. European Central Bank. URL:[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=749045](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=749045) (дата обращения 07.04.2016).
128. Barr, N. The welfare state as piggy bank: information, risk, uncertainty, and the role of the state, Oxford University press, Oxford. 2001. URL:<http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/0199246599.001.0001/acprof-9780199246595> (дата обращения 07.04.2016).
129. Barro, R., Sala-i-Martin X. Economic Growth. London: The MIT Press, 1998. P. 336. URL:[http://web.mit.edu/14.451/www/451\\_syllabus.pdf](http://web.mit.edu/14.451/www/451_syllabus.pdf) (дата обращения 22.10.2016).
130. Bartiloro, L., De Bonis, R. The Financial Systems of European Countries: Theoretical Issues and Empirical Evidence. Irving Fisher Committee Bulletin. 2005. N 21. P. 1–19.
131. Belozyorov S. A., Pisarenko Zh. V. Pension reforms in developed and transitional economies, *Ekonomika regiona [Economy of Region]*. 2015. №4. pp. 158-169. Doi 10.17059/2015-4-13.
132. Benston, G. J., Clifford S. A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, *Journal of Finance*. 1976. Vol.31. P.215-231. URL:[http://econpapers.repec.org/article/blajfinan/v\\_3a31\\_3ay\\_3a1976\\_3ai\\_3a2\\_3ap\\_3a215-31.htm](http://econpapers.repec.org/article/blajfinan/v_3a31_3ay_3a1976_3ai_3a2_3ap_3a215-31.htm) (дата обращения: 10.05.2016).

133. Berglöf, E. Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems: in M. Aoki, B. Gustafson, and O. E. Williamson (eds.), *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publications: London, 1990. URL:[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Berglof\\_48.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Berglof_48.pdf) (дата обращения: 10.11.2016).
134. Berkshire Hathaway Inc. Annual Report. Form 10-K, at 28. Feb. 26. 2010. URL:<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1067983/000119312515070966/d820461d10k.htm> (дата обращения: 10.05.2016).
135. Bertrand, M., Erzo F. P. Luttmer, Mullainathan S. Network effects and welfare cultures // *Quarterly Journal of Economics*. 2000. № 115. pp. 1019-1055.
136. Beshears J., Choi James J., Laibson D., Brigitte C. Madrian The Importance of Default Options for Retirement Saving Outcomes: Evidence from the United States./ In Stephen J. Kay and Tapen Sinha, eds., *Lessons from Pension Reform in the Americas*, Oxford: Oxford University Press, 2009. Pp. 59-87. URL:<http://www.nber.org/papers/w12009> (дата обращения: 12.10.2016).
137. Beshears J., Choi, James J., Laibson D., Brigitte C. Madrian, Katherine L. Milkman The effect of providing peer information on retirement savings decisions. Working paper 17345. NBER. National bureau of economic research. August 2011. URL:<http://www.nber.org/papers/w17345> (дата обращения: 12.10.2016).
138. Bhatia A. Vir. New Landscape, New Challenges: Structural Change and regulation in the U.S. Financial sector. IMF Working Paper, 2007. URL: <http://www.imf.org> (дата обращения: 22.10.2016).
139. *Blackfeet National Bank v. Nelson*. 171 F.3d 1237. 11th Cir. 1999. URL:<http://openjurist.org/171/f3d/1237/blackfeet-national-bank-v-nelson> (дата обращения 15.11.2016).

140. Bohnert A., Born P., Gatzert N. Dynamic hybrid products in life insurance: assessing the policyholders' viewpoint. Working paper. Department of Insurance Economics and Risk Management. Friedrich-Alexander-University (FAU) of Erlangen-Nürnberg, 2014. URL:[http://www.vwrm.rw.fau.de/DHP\\_Policyholder\\_2014-09-01\\_WP.pdf](http://www.vwrm.rw.fau.de/DHP_Policyholder_2014-09-01_WP.pdf) (дата обращения 27.06.2016).
141. Bonoli, G. Two worlds of pension reform in Western Europe // Comparative Politics. 2003. № 35(4). pp. 399-416. URL:<http://www.econ.jku.at/members/WinterEbmer/files/papers/bonoli.pdf> (дата обращения 27.09.2016).
142. Bratton, W. and McCahery J. The Case Against Global Cross Reference, in: McCahery J.A., Moerland P., Raaijmakers T. and Renneboog L. (eds) Corporate Governance Regimes Convergence and Diversity, Oxford: Oxford University Press, 2002. URL:[http://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/832/](http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/832/) (дата обращения 27.11.2016).
143. Bröckling, U. The Entrepreneurial Self. Fabricating a New Type of Subject. SAGE Publications Ltd, 2015. 256 p. URL:<https://uk.sagepub.com/en-gb/eur/the-entrepreneurial-self/book242746> (дата обращения 27.10.2016).
144. Brooks Sarah M., Weaver R. Kent. Lashed to the Mast? The Politics of NDC Pension Reform. In: Pension reform: issues and prospects for NDC schemes URL:[http://siteresources.worldbank.org/INTPENSIONS/Resources/395443-1139338370854/Pension\\_ch14.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTPENSIONS/Resources/395443-1139338370854/Pension_ch14.pdf) (дата обращения: 19.10.2016).
145. Brown, E. F. The New Laws and Regulations for Financial Conglomerates: Will They Better Manage the Risks Than the Previous Ones? // American University Law Review. 2011. Vol. 60. № 5/12. URL: <http://www.ssrn.com/abstract=1864928> (дата обращения: 12.08.2016).

146. Brown, E. F. Pluribus Unum — Out of Many, One: Why the United States Needs a Single Financial Services Agency // Miami Business. 2005. №. 7. P. 16. URL:[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=757010](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=757010) (дата обращения 27.10.2016).
147. Brown, J. et al. Complexity as a Barrier to Annuitization: Do Consumers Know How to Value Annuities? Pension Research Council Working Paper, 2013. University of Pennsylvania. URL:[http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/08/BKLM\\_SS-Annuity-paper-2013-03-12-b.pdf](http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/08/BKLM_SS-Annuity-paper-2013-03-12-b.pdf) (дата обращения: 12.09.2016).
148. Brunnermeier, M. K., Crockett, A., Goodhart, Ch. et al. The Fundamental Principles of Financial Regulation. New York: International Center for Monetary and Banking Studies. 2009. P. 182. URL: <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/Geneva.pdf> (дата обращения: 12.09.2016).
149. Bruno, G., De Bonis, R. Do Financial Systems Converge?: New Evidence from Household Financial Assets in Selected OECD Countries // OECD Statistics Working Papers. OECD Publishing, 2009. N. 1. P. 24. URL: [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/do-financial-systems-converge-new-evidence-from-household-financial-assets-in-selected-oecd-countries\\_224175173554](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/do-financial-systems-converge-new-evidence-from-household-financial-assets-in-selected-oecd-countries_224175173554) (дата обращения: 29.03.2016).
150. Bryant, Jh. Trade, credit and systemic fragility // Journal of Banking and Finance. 2002. Vol. 26. № 2–3. P. 475–489.
151. Byrne, J. P., Davis, E. P. A Comparison of Balance Sheet Structures in Major EU Countries, National Institute Economic Review. 2002. № 180. P. 83–95.
152. Cai, Hongbin, Yuyu Chen, and Hanming Fang, Observational learning: Evidence from a randomized natural field experiment // American Economic

- Review. 2009. № 99. Pp. 864-882. URL:<https://www.aeaweb.org/issues/102> (дата обращения: 29.10.2016).
153. Calvo, G., Leiderman, L., Reinhart, C. The capital inflows problem: concepts and issues /Guillermo Calvo, Leonardo Leiderman and Carmen Reinhart Contemporary Economic Policy, 1994. Vol. 12. issue 3. Pp. 54-66. URL:[http://econpapers.repec.org/article/blacoeepo/v\\_3a12\\_3ay\\_3a1994\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a54-66.htm](http://econpapers.repec.org/article/blacoeepo/v_3a12_3ay_3a1994_3ai_3a3_3ap_3a54-66.htm) (дата обращения 10.10.2016).
154. Carlin, W., Mayer C. Finance, investment and growth // Journal of Financial Economics. 2003. № 69. PP. 191-226. URL:<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.575.3079&rep=rep1&type=pdf> (дата обращения: 29.10.2016).
155. Cheng, Th., Gal, M. S. Aggregate Concentration: Regulation by Competition law? University of Hong Kong University of Haifa UNCTAD Research Partnership Platform, 6 th Meeting Geneva, 10 July 2015. URL:[http://unctad.org/meetings/en/Presentation/CCPB\\_RPP2015\\_PRES\\_ChengGal\\_en.pdf](http://unctad.org/meetings/en/Presentation/CCPB_RPP2015_PRES_ChengGal_en.pdf) (дата обращения 11.10.2016).
156. Chinn, Menzie D., Ito, H. A New Measure of Financial Openness, University of Wisconsin and NBER and Portland State University May 23, 2007. URL:[http://www.web.pdx.edu/~ito/kaopen\\_Chinn-Ito\\_hi0523.pdf](http://www.web.pdx.edu/~ito/kaopen_Chinn-Ito_hi0523.pdf) (дата обращения: 29.10.2016).
157. Chirinko, R. S., Elston J. A. Finance, control and profitability: the influence of German banks // Journal of Economic Behavior & Organization. 2006. № 59. p. 69–88. URL:<http://business.illinois.edu/halmeida/pyramids.pdf> (дата обращения: 20.05.2016).
158. Choi, James J., Laibson, D., Madrian, Brigitte C. Reducing the complexity costs of 401(k) participation through Quick Enrollment/ In David A. Wise, ed., Developments in the Economics of Aging, Chicago: University of

- Chicago Press, 2009. pp. 57-82. URL:<http://www.nber.org/chapters/c11310> (дата обращения: 12.10.2016).
159. Cohen, W. M., Levinthal, D. A. Absorptive capacity: A New Perspective on Learning and Innovation // *Administrative Science Quarterly*. 1990. № 35(1). P. 128. URL:<https://www.jstor.org/stable/2393553> (дата обращения 22.10.2016).
160. Communication from the Commission to the European parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank. Regulating Financial Services for Sustainable Growth. Brussels. 2.6.2010. COM (2010) 301 final. URL:[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/general/com2010\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf) (дата обращения 22.10.2016).
161. Consumption Patterns Among Older Consumers - Statistical Analysis. 2010. URL:[http://www.ilcuk.org.uk/index.php/publications/publication\\_details/consumption\\_patterns\\_among\\_older\\_consumers\\_-\\_statistical\\_analysis](http://www.ilcuk.org.uk/index.php/publications/publication_details/consumption_patterns_among_older_consumers_-_statistical_analysis) (дата обращения 22.10.2016).
162. Convergence Reports URL:[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/adoption/convergence\\_reports/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/convergence_reports/index_en.htm) (дата обращения 12.10.2016).
163. Diamond, D.W. Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example / Federal Reserve Bank of Richmond // *Economic Quarterly*. Volume 82/3. 1996. <http://faculty.chicagobooth.edu/douglas.diamond/research/papers/Financial%20Intermediation%20as%20Delegated%20Monitoring.pdf>
164. De Haas, R. T. A., Van Lelyveld, I. P. Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries // *Journal of Financial Intermediation*. 2010. Vol. 19. № 1. P. 1-25.



URL:[http://kangur.uek.krakow.pl/bibl\\_ae\\_zasoby/siec\\_lokalna/Ebor/w105.pdf](http://kangur.uek.krakow.pl/bibl_ae_zasoby/siec_lokalna/Ebor/w105.pdf) (дата обращения 20.10.2016).

165. Dierick, F. The supervision of mixed financial services groups in Europe // Occasional Paper Series. European central Bank. August, 2004. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrops/ecbosp20.pdf> (дата обращения: 22.02.2016).
166. Domhoff, W. A. Critique of the Claim That Pension Funds Can Influence Corporations. USA: Univ. of California, 2015. URL: [http://www2.ucsc.edu/whorulesamerica/power/pension\\_fund\\_capitalism.html](http://www2.ucsc.edu/whorulesamerica/power/pension_fund_capitalism.html) (дата обращения: 06.07.2016).
167. Dosi, G. Finance, Innovation and Industrial Change, Journal of Economic Behavior and Organization. 1990. №13. PP. 299-319. URL:<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/016726819090003V> (дата обращения: 06.10.2016).
168. Dowrick, St., Bradford, J. DeLong Globalization and Convergence. – Globalization in Historical Perspective. University of Chicago Press, 2003. URL: <http://www.nber.org/books/bord03> (дата обращения: 11.10.2016).
169. Dowrick, St., Akmal, M. Contradictory Trends In Global Income Inequality: A Tale Of Two Biases // Review of Income and Wealth, International Association for Research in Income and Wealth. 2005. Vol. 51(2). PP. 201-229, 06. URL:<http://www.roiw.org/2005/2005-8.pdf> (дата обращения: 11.10.2016).
170. Eichengreen, B., Rose, A. K., Wyplosz, C. Contagious Currency Crises // CEPR Discussion Paper. 1996. № 1453. P. 351. URL:<http://www.nber.org/papers/w5681> (дата обращения 03.11.2016).
171. Eichhorn, W. (ed.) Models and Measurement of Welfare and Inequality. Berlin, 1954. URL:<http://www.springer.com/us/book/9783642790393> (дата обращения: 06.10.2016).

172. Entwurf eines Gesetzes über Leistungsverbesserungen in der gesetzlichen Rentenversicherung (RV-Leistungsverbesserungsgesetz) URL: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/015/1801507.pdf> (дата обращения 26.06.2016).
173. Espin-Andersen G. The three worlds of welfare capitalism. - Polity, Cambridge. 1990. URL:<http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1134169.files/Readings%20on%20Social%20Democracy/Esping%20Anderson%20-%20The%20Three%20Worlds%20of%20Welfare%20Capitalism.pdf> (дата обращения 26.06.2016).
174. Establishing China's Green Financial System Report of the Green Finance Task Force. People's Bank of China, United Nations Environment Programme, 2015. URL: <https://www.cbd.int/financial/privatesector/china-Green%20Task%20Force%20Report.pdf> (дата обращения: 30.10.2016).
175. Esther, D., Saez, E. Participation and investment decisions in a retirement plan: The influence of colleagues' choices // Journal of Public Economics. 2002. 85. PP.121-148.
176. Estrada, G., Park, D., Ramayandi, A. Financial Development, Financial Openness, and Economic Growth // ABD Economics. Working paper series. No. 442. August 2015. URL:<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/172441/ewp-442.pdf> (дата обращения 11.10.2016).
177. EUROPE 2015. New ambitious measures for an integrated and competitive financial Europe. Convergence and industrial policy in finance. Paris. Europlace. pp. 23–25. URL:<http://eifr.eu/files/file3719878.pdf> (дата обращения 29.10 2016).
178. Fabozzi, F. J., Choundhry, M. The Handbook of European Structured Financial Products. USA: Wiley, 2004. P.800.

URL:<http://eu.wiley.com/WileyCDA/WileyTitle/productCd-0471662070.html> (дата обращения 12.10.2016).

179. Factbox: The Fornero pension reform law URL: [http://www.ansa.it/english/news/politics/2015/01/20/factbox-the-fornero-pension-reform-law\\_41db6dc8-72e8-4b27-a011-2dae8da54403.html](http://www.ansa.it/english/news/politics/2015/01/20/factbox-the-fornero-pension-reform-law_41db6dc8-72e8-4b27-a011-2dae8da54403.html) (дата обращения 26.06.2016).
180. Fein, M. L. The Convergence of Financial Products and the Implications for Regulatory Convergence. Can We Improve Policy-Making in Financial Services Regulation? // American Enterprise Institute. January 24, 2007. URL: [http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/Fein\\_Convergence\\_Financial.pdf](http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/Fein_Convergence_Financial.pdf) (дата обращения: 16.03.2016).
181. Forest, Jh. R. Commons and Herbert A. Simon on the Concept of Rationality // Journal of Economic Issues. Vol. XXXV, № 3. 2001. P. 591–605. URL: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572010000300006](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572010000300006) (дата обращения: 16.03.2016).
182. Franklin, A. Money, Financial Stability, and Efficiency, (with E. Carletti and D. Gale), working paper, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jetheo/v149y2014icp100-127.html> (дата обращения 29.10.2016).
183. Franklin, A., Santomero, A. What do financial intermediaries do? // Journal of Banking and Finance. 2001. Vol. 25. № 2. P. 271–29. URL:<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.529.7605&rep=rep1&type=pdf> (дата обращения 20.10.2016).
184. Fratzscher, M. Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets // International Journal of Finance and Economics. 2002. № 7. P. 165–193. URL: <http://www.dx.doi.org/10.1002/ijfe.187> (дата обращения: 29.03.2016).

185. Freixas, X., Lóránth, G. J., Morrison A. D. Regulating Financial Conglomerates// Institute of Management, University of Cambridge and CEPR Saïd Business School, University of Oxford and CEPR March, 2005. URL:[https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/workingpapers/wp0706.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/workingpapers/wp0706.pdf) (дата обращения 30.10.2016).
186. Garcia, G., Prast, H. Depositor and Investor Protection in the EU and the Netherlands: A Brief History, Research Series Supervision (discontinued). Netherlands Central Bank, Directorate Supervision, 2003. URL:[https://www.dnb.nl/en/binaries/ot054\\_tcm47-146064.pdf](https://www.dnb.nl/en/binaries/ot054_tcm47-146064.pdf) (дата обращения 20.10.2016).
187. General government expenditure by function - Classification of the Functions of Government – URL:<http://sdw.ecb.europa.eu/servlet/desis?node=1000005021> (дата обращения 20.10.2016).
188. Gerber, Alan S., Rogers, T. Descriptive social norms and motivation to vote: Everybody’s voting and so should you // Journal of Politics. 2009. № 71. PP.1-14. URL: [http://scholar.harvard.edu/files/todd\\_rogers/files/descriptive\\_social\\_norms\\_and\\_motivation\\_to\\_voteeverybodys\\_voting\\_and\\_so\\_should\\_you.pdf?m=1362060319](http://scholar.harvard.edu/files/todd_rogers/files/descriptive_social_norms_and_motivation_to_voteeverybodys_voting_and_so_should_you.pdf?m=1362060319) (дата обращения 20.10.2016).
189. Gerschenkron, A. Economic Backwardness in Historical Perspective, Cambridge Mass.: Harvard University Press, 1962. URL:<http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic572311.files/Mon%2022%20June%20-%201/Gerschenkron.pdf> (дата обращения 20.10.2016).
190. Global insurance review 2013 and outlook 2014/15. URL:[http://media.swissre.com/documents/sigma\\_Global\\_insurance\\_review\\_2013\\_and\\_outlook\\_2014\\_15.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma_Global_insurance_review_2013_and_outlook_2014_15.pdf) (дата обращения 09.03.2015).
191. Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement URL:<http://www.bis.org/publ/bcbs207.pdf> (дата обращения 09.03.2016).

192. Global Wealth Report, 2015. Allianz.  
URL:[https://www.allianz.com/v\\_1444215837000/media/economic\\_research/publications/specials/en/AGWR2015\\_ENG.pdf](https://www.allianz.com/v_1444215837000/media/economic_research/publications/specials/en/AGWR2015_ENG.pdf) (дата обращения 09.03.2016).
193. Government Finance Statistics. URL:  
URL:[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics) (дата обращения 26.06.2016).
194. Grabel, I. Savings, investment, and functional efficiency: a comparative examination of national financial complexes. In: R. Pollin (ed): The macroeconomics of savings, finance and investment. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1997.
195. Grilli, V. & Milesi-Ferretti, Gian. M. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, IMF Working Papers 95/31. 1995. International Monetary Fund. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/95-31.html/> (дата обращения: 02.09.2016).
196. Giacinto, Di V., Esposito, L. Convergence of Financial Structures in Europe: an Application of Factorial Matrix Analysis // Financial Accounts: History, Methods, the Case of Italy and International Comparisons. Bank of Italy, 2006. URL: <http://www.bancaditalia.it> (дата обращения: 29.03.2016).
197. Guideline for Financial Conglomerates Supervision (Japan) URL: <http://www.fsa.go.jp/news/newse/e20050812.pdf> (дата обращения: 02.09.2016).
198. Guillén, M.F. Corporate governance and globalization: Is there convergence across countries? // Advances in International Comparative Management. 2000. №13. pp.175-204. URL:<https://pdfs.semanticscholar.org/ecce/4ff156d7aff2a303f90d4b02c4656fde4e5a.pdf> (дата обращения: 02.11.2016).

199. Gupta, V., Wang, J. Globalization And Convergence-Divergence Debate: Strategic Perspectives For Emerging Markets Journal Of Business And Economics Research. 2015. Volume 1. Number 2. URL: <http://cluteinstitute.com/ojs/index.php/JBER/article/viewFile/2974/3022> (дата обращения: 12.10.2016).
200. Hacklin, F. Management of Convergence in Innovation Strategies and Capabilities for Value Creation Beyond Blurring Industry Boundaries, Physica-Verlag Heidelberg, 2008. 260p.10.1007/978-3-7908-1990-8
201. Hansmann, H., Kraakman, R. Toward a Single Model of Corporate Law? in: McCahery J.A., Moerland P., Raaijmakers T. and Renneboog L. (eds) Corporate Governance Regimes -Convergence and Diversity, Oxford: Oxford University Press, 2002. URL: <https://www.law.yale.edu/system/files/documents/pdf/Faculty/Hansmanntowardasinglemodel.pdf> (дата обращения: 02.09.2016).
202. Hanson, J. A., Honohan P., Majnoni G. Globalization and the Erosion of National Financial Systems, 2003. URL:<http://documents.worldbank.org/curated/en/340211468764376453/Globalization-and-national-financial-systems> (дата обращения: 13.11.2016).
203. Harrison, Glenn W., and John A. List, Field experiments // Journal of Economic Literature. (2004). Vol. 42. № 4. PP. 1009-1055. [http://people.hbs.edu/nashraf/Harrison\\_Field%20Experiments\\_2004.pdf](http://people.hbs.edu/nashraf/Harrison_Field%20Experiments_2004.pdf) (дата обращения: 02.09.2016).
204. Harry, McVea. Financial conglomerates and the Chinese wall: regulating conflicts of interest UK: Oxford, 1993. URL:<https://ojs.library.dal.ca/djls/article/download/5679/5123> (дата обращения: 02.09.2016).
205. Hartmann, Ph., Maddaloni A., and Manganelli S. The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives // ECB Working Paper.

2003. № 230. P. 55. URL: [URL:http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrpwps/ecbwp230.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrpwps/ecbwp230.pdf) (дата обращения: 29.03.2016).
206. Hathaway, O. A. The path dependence of the law: the course and pattern of legal change in a common law system, Boston University School of Law. Working Paper 00-06. 2003. [URL:http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=lepp\\_papers](http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=lepp_papers) (дата обращения: 29.03.2016).
207. Hayne, E. L., Pyle, D. H. Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance // Journal of Finance, American Finance Association. 2007. vol. 62(2). № 4. PP. 765-807. [URL:http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/WP/JF%202007%20ARTICLE%20PUBLISHED.pdf](http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/WP/JF%202007%20ARTICLE%20PUBLISHED.pdf) (дата обращения: 19.10.2016).
208. Hayne, E. L. Optimal Portfolio Management with Transactions Costs and Capital Gains Taxes, Research Program in Finance, Working Paper Series 1005, Research Program in Finance, Institute for Business and Economic Research, UC Berkeley, 1999. [URL:https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=206871](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=206871) (дата обращения: 19.10.2016).
209. Holzl, W. Convergence of financial systems: Towards an evolutionary perspective. Working Paper # 31. Vienna University of Economics and Business Administration, 2003. [URL:http://www.wu-wien.ac.at/inst/vw1/gee/workp.html](http://www.wu-wien.ac.at/inst/vw1/gee/workp.html) (дата обращения 22.02.2016).
210. Horioka, Ch. Y. The (dis)saving behavior of the aged in Japan // Japan and the World Economy. 2010. Volume 22, Issue 3. Pages 151-158. [URL:http://www.nber.org/papers/w15601](http://www.nber.org/papers/w15601) (дата обращения: 15.10.2016).
211. Horneff, V., Maurer R., Mitchell Olivia S., Rogalla R. Optimal life cycle portfolio choice with variable annuities offering liquidity and investment downside protection. Working Paper 19206 NBER 1050, Cambridge, MA

02138. July, 2013. URL:<http://www.nber.org/papers/w19206> (дата обращения 15.05.2016).
212. Hristov, K., Rozenov, R. Financial Convergence in the New EU Member States. Working Paper / FINESS 1.2, DIW Berlin, 2009. URL: [https://www.researchgate.net/publication/46450302\\_Financial\\_Convergence\\_in\\_the\\_New\\_EU\\_Member\\_States](https://www.researchgate.net/publication/46450302_Financial_Convergence_in_the_New_EU_Member_States) (дата обращения: 15.10.2016).
213. Hu, W., Scott, J. Behavioral Obstacles in the Annuity Market // Financial Analysts Journal. 2007. Vol. 63, No. 6. URL:<http://corp.financialengines.com/employers/FE-AnnuityMarketBehavior-FAJ-07.pdf> (дата обращения: 15.10.2016).
214. Huggett, M., Ventura G., Yaron A. Sources of Lifetime Inequality November, 16. 2010. URL:<http://faculty.georgetown.edu/mh5/research/sources.pdf> (дата обращения: 15.10.2016).
215. Hunt, A. Social norms and energy conservation // Journal of Public Economics. 95. 2011. pp. 1082–1095. URL:[http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user\\_upload/lehrstuhl\\_ind\\_en\\_uw/lehre/ws1213/SE\\_Energy\\_WS12\\_13/Social\\_norms\\_and\\_energy\\_conservation.pdf](http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user_upload/lehrstuhl_ind_en_uw/lehre/ws1213/SE_Energy_WS12_13/Social_norms_and_energy_conservation.pdf) (дата обращения 15.03.2016).
216. Insurance corporations and pension funds statistics. URL: <http://www.nbs.sk/en/statistics/insurance-corporations-and-pension-funds-statistics> (дата обращения: 15.10.2016).
217. Jan, F., Slijkerman F., Schoenmaker, D., de Vries C. G. Risk diversification by European Financial Conglomerates, February 26, 2006. URL: [https://www.bis.org/bcbs/events/rtf06slijkerman\\_etc.pdf](https://www.bis.org/bcbs/events/rtf06slijkerman_etc.pdf) (дата обращения: 15.10.2016).
218. Jäppinen, M., Kulmala, M., Saarinen, A. Gazing at Welfare, Gender and Agency in Post-socialist Countries. Cambridge Scholars Publishing, 2011. –



- p. 360. URL:<https://publications.hse.ru/books/75395416> (дата обращения: 12.10.2016).
219. Jürgen, A., Grebel, Th. Technology Flows between Sectors and its Impact on Large-Scale Firms // Jena Economic Research Papers 2008-016. Friedrich-Schiller-University Jena, Max-Planck-Institute of Economics. URL:[http://zs.thulb.uni-jena.de/servlets/MCRFileNodeServlet/jportal\\_derivate\\_00112043/wp\\_2008\\_016.pdf](http://zs.thulb.uni-jena.de/servlets/MCRFileNodeServlet/jportal_derivate_00112043/wp_2008_016.pdf)(дата обращения: 12.10.2016).
220. Jürgen, A., Torben, Kl., Maußner, A., Firm heterogeneity, credit constraints, and endogenous growth // Journal of Economics, Springer. 2012.vol. 105(3). pp. 199-224. April. URL:<http://link.springer.com/article/10.1007/s00712-011-0225-9> (дата обращения: 12.10.2016).
221. Kahneman, D., Diener, E., Schwarz, N. Well-being: The foundations of hedonic psychology. New York: Russell Sage Foundation, 1999. 697 p. URL:<http://www.jstor.org/stable/10.7758/9781610443258> (дата обращения: 12.10.2016).
222. Kahneman, D. Maps of bounded rationality: A perspective on intuitive judgment and choice / T. Frangsmyr [Nobel Foundation], (Ed.), Les Prix Nobel: The Nobel Prizes 2002. Stockholm, Sweden: Almquist & Wiksell International, 2003. P. 449–489.
223. Kallgren, C. A., Raymond R. R., Cialdini, R. B. A focus theory of normative conduct: When norms do and do not affect behavior. Personality and Social Psychology Bulletin. 2000. № 26. 1002-1012. URL:<http://www.influenceatwork.com/wp-content/uploads/2015/05/A-Focus-Theory-of-Normative-Conduct.pdf> (дата обращения: 12.10.2016).

224. Kamaly, A. Does FDI Crowd in or out Domestic Investment? New Evidence from Emerging Economies // *Modern Economy*. 2014. № 5. Pp. 391-400. doi: 10.4236/me.2014.54038.
225. Kampa, Ch. Alternative Risk Transfer: The Convergence of The Insurance and Capital Markets. A Three Part Series / ISI. 2010. 19th July. URL: [http://www.insurancestudies.org/wp-content/uploads/2010/07/ISI\\_Insurance-Convergence-Series-Part-I.pdf](http://www.insurancestudies.org/wp-content/uploads/2010/07/ISI_Insurance-Convergence-Series-Part-I.pdf) (дата обращения: 20.10.2016).
226. Kaplow, L., Shavell, St. Fairness versus Welfare: Notes on the Pareto Principle, Preferences, and Distributive Justice // *Journal of Legal Studies*. 2003. № 1. 32(1). URL: [http://www.law.harvard.edu/faculty/shavell/pdf/32\\_J\\_Legal\\_Stud\\_331.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/shavell/pdf/32_J_Legal_Stud_331.pdf) (дата обращения: 20.10.2016).
227. Kern, A. Global Governance of Financial Systems. *International and European Financial Law*. University of Zurich, 2006. P. 117–126 URL: <http://www.law.du.edu/documents/djilp/Global-Governance-Financial-Systems-International-Regulation-Systemic-Risk-%20B-Salman-Banaei.pdf> (дата обращения: 20.10.2016).
228. Key small business statistics. *Innovation, Science and Economic Development Canada Small Business Branch* URL: [https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/vwapj/KSBS-PSRPE\\_June-Juin\\_2016\\_eng.pdf/\\$FILE/KSBS-PSRPE\\_June-Juin\\_2016\\_eng.pdf](https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/vwapj/KSBS-PSRPE_June-Juin_2016_eng.pdf/$FILE/KSBS-PSRPE_June-Juin_2016_eng.pdf) (дата обращения: 11.10.2016).
229. Kodama, E. *Emerging Patterns of Innovation: Sources of Japan's Technological Edge*. Boston, 1995. URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-9310.1996.tb00942.x/abstract?issn=0033-6807> (дата обращения 10.10.2016).
230. Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Shang-Jin W. *Financial Globalization and Economic Policies*, 2009. URL: <http://users.nber.org/~wei/data/handbook-chapter-on-financialglobalization/FinancialGlobalization-handbook-Dec2009.pdf> (дата обращения 11.10.2016).

231. Kose, M. A., Prasad, E. S., Terrones, M. E. IMF Staff Papers. 2005. №52. Pp. 31–63. Washington: International Monetary Fund. URL:[http://prasad.dyson.cornell.edu/doc/book\\_chapters/GrowthAndVolatilityInAnEraOfGlobalization.pdf](http://prasad.dyson.cornell.edu/doc/book_chapters/GrowthAndVolatilityInAnEraOfGlobalization.pdf) (дата обращения 10.10.2016).
232. Kotlikoff, L. J., Spivak, A. The Family as an Incomplete Annuities Market // Journal of Political Economy. 1981. Vol. 89. №. 2. (April 1981), pp. 372–391. URL:<http://people.bu.edu/kotlikof/New%20Kotlikoff%20Web%20Page/The%20Family%20as%20an%20Incomplete%20Annuities%20Market%20March%207%202007.pdf> (дата обращения: 12.10.2016).
233. Kuhara, M. US and European financial conglomerate organizations and their implications for Japan and other Large diversified Financial Firms in Asia, 2006. URL:[http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS\\_V21\\_Kuhara.pdf](http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS_V21_Kuhara.pdf) (дата обращения: 02.05.2016).
234. Kuznetsova, N. P., Chernova, G. V. Konvergentia v sfere finansovih uslug [Convergence in financial services industry]. Vestnik Sankt-Peterburgskogo Universiteta (Vestnik of St.Petersburg University). 2001. Ser. 5. Ekonomika. Vipusk. 4. No. 29.
235. L. Van den Berghe, Verweire, K. Convergence in the financial services industry / The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice, Palgrave Macmillan. 2000. Vol. 25, № 2. P. 262–272. URL:[https://www.genevaassociation.org/media/236119/ga2000\\_gp25\(2\)\\_van\\_den\\_berghverweire.pdf](https://www.genevaassociation.org/media/236119/ga2000_gp25(2)_van_den_berghverweire.pdf) (дата обращения: 30.10.2016).
236. Lane, P. R., Reichlin, L. EMU and Financial Integration. – The Euro at Ten: fifth European Central Banking Conference, ECB. 2008. P. 272. URL: <http://www.openaccess.city.ac.uk/1116/1/> (дата обращения: 15.06.2016).
237. Lane, Ph., Milesi-Ferretti, R. G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. IMF Working Paper. URL:<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0669.pdf> (дата обращения 22.10.2016).

238. Large Complex Financial Institutions URL:  
URL:<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2003/fsr15art3.pdf> (дата обращения: 02.10.2016).
239. Legros, F. Notional Defined Contribution: A Comparison of the French and German Point Systems/ Paper presented at the World Bank and RFV Conference on NDC Pension Schemes, Sandhamn, Sweden. 2003. Sept. 28-30.
240. Levine, R. Financial development an economic growth: views and agenda // *Journal of Economic Literature*. 1997. № 35. PP. 688-726.
241. Levine, R. Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of economic growth*. 2005. Vol. 1A, pp. 865–934. Amsterdam: Elsevier. URL:<http://www.nber.org/papers/w10766> (дата обращения 10.10.2016).
242. Levy, A. T., Higgins, D., Matthew, J. Many Types of Human Capital and Many Roles in U.S. Growth: Evidence from County-Level Educational Attainment Data // *Working Papers 2004-05*. Department of Economics. Israel: Bar-Ilan University, 2004. URL:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=516123](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=516123) (дата обращения 10.10.2016).
243. Lin, Ch. Financial Conglomerates in China / *Chinese Academy of Social Sciences (CASS) // Center for International Law Studies. Working Paper N. 20011, 2003.* URL:[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=446840](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=446840) (дата обращения 16.10.2016).
244. Lloyd, D. New Annuity Era – Understanding retirement choices and the annuity puzzle, Report for the Strategic Society Centre. 2014. URL:<http://strategicsociety.org.uk/new-annuity-era-understanding-retirement-choices-annuity-puzzle/#.WCr1VfmLTIU> (дата обращения: 30.10.2016).

245. Lloyd's to proactively embrace reinsurance convergence trend. URL: <http://www.artemis.bm/blog/2014/04/15/lloyds-to-proactively-embrace-reinsurance-convergence-trend/> (дата обращения: 30.10.2016).
246. Lusardi, A., Mitchell, O. S. Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare? // American Economic Review P&P: 2008. 98, 413–417. URL: <http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Papers/AER-FinalPublishedVersion.pdf> (дата обращения 29.10.2016)
247. Madrian, Brigitte C., Shea, Dennis F. The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior // Quarterly Journal of Economics. 2001. № 116. pp. 1149-1187. URL: <http://qje.oxfordjournals.org/content/116/4/1149>. (дата обращения: 12.10.2016).
248. Making the system fit for purpose: How consumer appetite for secure retirement income could be supported by the pension reforms URL:[http://www.reform.uk/wp-content/uploads/2015/02/Beyond-April-2015\\_V3-FINAL.pdf](http://www.reform.uk/wp-content/uploads/2015/02/Beyond-April-2015_V3-FINAL.pdf) (дата обращения 15.03.2016).
249. Mälkönen, V. The efficiency implications of financial conglomeration. – Finland's Banks diskussionsunderlag. 2004. URL:[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=617863](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=617863) (дата обращения 19.10.2016).
250. Massimo, M., Rehman, Z. Information flows within financial conglomerates: Evidence from the banks-mutual funds relationship // Journal of Financial Economics. 2008. № 89(2). pp. 288-306. URL:<http://fulltext.study/preview/pdf/960046.pdf> (дата обращения: 20.05.2016).
251. McCoy, P. A. Banking Law Manual. 2-d ed. 2003. p. 12. URL:<http://www.lexisnexis.com/store/catalog/booktemplate/productdetail.jsp?pageName=relatedProducts&prodId=10210> (дата обращения 10.10.2016).

252. Mishkin, F. S. Why we shouldn't turn our backs on financial globalization. IMF Staff Papers, 2009. 56(1), pp. 139–170. URL:<https://ideas.repec.org/a/pal/imfstp/v56y2009i1p139-170.html> (дата обращения 10.10.2016).
253. Mody, A. Murshid, A. Growing Up with Capital Flows // Journal of International Economics. 2005. № 65. pp. 249-266. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2004.02.003>
254. Park, D., Jinjarak, Y., Aizenman, J. Capital flows and economic growth in the era of financial integration and crisis, 1990–2010 URL:<http://voxeu.org/article/capital-flows-and-growth-1990-2010> (дата обращения 22.10.2016).
255. Munshi, K., Myaux, J. Social norms and the fertility transition // Journal of Development Economics. 2006. 80. pp. 1-38. URL:<https://www.econ.nyu.edu/user/debraj/Courses/GrDev14Warwick/Readings/MunshiMyaux.pdf> (дата обращения: 15.10.2016).
256. Murinde, V. Patterns of Corporate Financing and Financial System Convergence in Europe/ Murinde, V., Agung, J., Mullineux, A. // Review of International Economics. 2004. № 12(4). P. 693–705. URL:<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-9396.2004.00476.x/abstract> (дата обращения 29.10.2016).
257. Myles, Jh., Pierson, P. The comparative political economy of pension reform, in the New politics of the welfare state, ed. by P. Pierson, Oxford University Press, – Oxford. 2001. URL:<http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/0198297564.001.0001/acprof-9780198297567-chapter-11> (дата обращения 10.10.2016).
258. Narayanan, S., Harikesh, S. Nair Estimating causal installed-base effects: A bias-correction approach. Working Paper. 2011. URL:<https://faculty-gsb.stanford.edu/narayanan/documents/prius.pdf> (дата обращения 09.11.2016).

259. Nerbig, P. A. The Innovation Matrix: Culture and Structure Prerequisites to Innovation. – Westport, 1994. [https://www.adturtle.biz/LP\\_TA/index.cfm?T=436857](https://www.adturtle.biz/LP_TA/index.cfm?T=436857) (Электронный ресурс) (дата обращения 10.10.2016).
260. Nomura, A. Emerging Financial Conglomerates in The Japanese Financial Market: Trends and Issues. URL: [http://www.tcf.or.jp/data/20021203-04\\_Akiko\\_Nomura.pdf](http://www.tcf.or.jp/data/20021203-04_Akiko_Nomura.pdf) (дата обращения: 22.10.2016).
261. Notional defined contribution plans as a pension reform strategy URL:<http://siteresources.worldbank.org/INTPENSIONS/Resources/395443-1121194657824/PRPNoteNotionalAccts.pdf> (дата обращения 15.10.2016).
262. OECD Economic Outlook Database. 2013. N. 93. URL: <http://www.oecd.org/economy/outlook/economicoutlook.htm>. (дата обращения 15.10.2016).
263. OECD Economic Surveys Italy 1990-1991: Italy 1990-1991. Paris. Cedex 16, France. URL: <http://www.dipeso.economia.unimib.it/corsi/774/altro/italyoverview7may.pdf> (дата обращения: 04.10.2016).
264. Ozcan, K., Manganelli, S., Papaioannou, E. Financial Integration and Risk Sharing: The Role of Monetary Union / Ozcan, K., Manganelli, S., Papaioannou, E. // The Euro at Ten: 5th European Central Banking Conference, ECB. 2008. P. 272. URL: <http://www.openaccess.city.ac.uk/1116/1/> (дата обращения 12.10.2016).
265. Peacock A. T., Willgerodt H. Germany's Social Market Economy: Origins and Evolution Springer, 1989. 292 p. URL:<http://www.palgrave.com/us/book/9780333485637> (дата обращения 15.03.2016).
266. Peaucelle, I. Sovereign vs pension funds of BRIC/ CNRS, Paris School of Economics International conference BRIC: Step by step / St.Petersburg, Smolny, May 14-15, 2009.

267. Pension Markets in Focus. OECD. 2014. Issue 7. URL: [www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets) (дата обращения 26.06.2016).
268. Pensions at a Glance. OECD Publishing, Paris, 2011. URL: <http://www.oecd.org/els/social/pensions/PAG>. (дата обращения: 23.05.2016).
269. Phillips, P. C., Sul, D. Transition Modeling and Econometric Convergence Tests // *Econometrica*. 2007. N 75. pp. 1771–1855. URL: <http://www.dx.doi.org/10.1111/j.1468-0262.2007.00811> (дата обращения: 29.08.2016).
270. Piketty, Th. *Capital in the Twenty-First Century*. – Harvard University Press, 2014. 640 p.
271. Pisarenko, Zh., Kuznetsova, N. Financial convergence processes Problems of the research and the case of insurance market in Russia // *Viesasis Administravimas*. Vilnius Technical University. 2014. Vol. 43-44, No 3-4. pp. 90-112.
272. Pisarenko, Zh. V., Kuznetsova, N. P. Financial convergence analysis: implication for insurance and pension markets *Verslas: Teorija ir praktika / Business: Theory and Practice*. 2016. 17(2): pp. 89–100. doi:10.3846/btp.2016.536 <http://www.btp.vgtu.lt>
273. Pisarenko, Zh. V., Kuznetsova, N. P., Chernova, G. V. Financial Market Institutions Competitiveness and Financial Convergence, International Conference «New Challenges of Economic and Business Development – 2016. Society, Innovations and Collaborative Economy» Proceedings, 2016. pp. 443-458.
274. Plihon, D. Quel modèle de banque pour l’avenir? // Plihon D. *Les banques: Nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*. Paris, 1998. pp.161–175.
275. Poterba, J., Rauh, J., Venti, S., and Wise, D. Defined Contribution Plans, Defined Benefit Plans, and the Accumulation of Retirement Wealth // *Journal of Public Economics*. 2007. № 91. pp. 2062-2086. URL:



- <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC2972552/> (дата обращения 29.10.2016).
276. Prasad, E., Rogoff, K., Wei, Sh-J., Kose, M. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose March 17, 2003. URL:<https://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf> (дата обращения 10.10.2016).
277. Prast, H., Van Lelyveld, I. New Architectures in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions: The Netherlands // DNB Working Papers N 21. Netherlands Central Bank: Research Department, 2004.
278. Product Strategies for the Corporate Market. Group Pension Insurance. FALIA Invitational Seminar in Japan. Product Development Strategy Course. Tokio, 2013. URL:<http://www.falia.or.jp/english/materials/pdf/2013/201309> (дата обращения 15.05.2016).
279. Proposals to reform pension schemes in the Czech Republic. URL:<http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=1135&newsId=2369&furtherNews=yes> (дата обращения 09.12.2016).
280. Quah, D. Empirics for Economic Growth and Convergence // European Economic Review. 1996. N 40. P 1353–1376. URL: [http://www.dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00051-8](http://www.dx.doi.org/10.1016/0014-2921(95)00051-8) (дата обращения: 29.10.2016).
281. Rajan, R. G., Zingales, L. The Governance of the New Enterprise, in X. Vives (ed.) Corporate Governance: theoretical and empirical perspectives, Cambridge University Press: Cambridge, 2000. URL:<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.8728&rep=rep1&type=pdf> (дата обращения: 29.10.2016).
282. Rajan, R.G., Zingales, L. What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data // Journal of Finance. 1995. Vol.50. № 5. pp. 1421-1460. URL:<http://links.jstor.org/sici?sici=0022->

1082%28199512%2950%3A5%3C1421%3AWDWKAC%3E2.0.CO%3B2-8 (дата обращения: 29.10.2016).

283. Ralston, D. A., Gustafson, D. J., Cheung, F., Terpstra, R. H. Differences in managerial values: A study of U.S., Hong Kong and PRC managers // Journal of International Business Studies. 1993. Vol.24. pp. 249-75. URL:<http://debis.deu.edu.tr/userweb/ceyhan.aldemir/dosyalar/ralston%20vd,%201993.pdf> (дата обращения: 21.10.2016).
284. Rasmussen, E. S., Madsen, T. K. The Born Global Concept. URL: <http://www.sam.sdu.dk/~era/EIBA%20Rasmussen%202002%20.pdf> (дата обращения: 21.06.2016).
285. Regulation of insurance company and pension fund investment. OECD report to G20 finance ministers and Central Bank governors, September 2015. URL:<https://www.oecd.org/g20/topics/financing-for-investment/Regulation-of-Insurance-Company-and-Pension-Fund-Investment.pdf> (дата обращения 29.10.2016).
286. Regulatory Challenges for Pension Funds in Europe URL:[http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/cea\\_note\\_on\\_regulatory\\_challenges\\_for\\_pension\\_funds.pdf](http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/cea_note_on_regulatory_challenges_for_pension_funds.pdf) (дата обращения 29.10.2016).
287. Repullo, R. Capital requirements, market power, and risk-taking in banking, Journal of Financial Intermediation. 2004. Vol. 13. № 4. pp. 156–182.
288. Risk Management Practices and Regulatory Capital, Joint Forum Cross-Sectoral Comparison, Bank for International Settlements, November. 2001. 51 p. URL: <http://www.iasplus.com/en/binary/crunch/0804jointforumrisk.pdf> (дата обращения: 23.07.2016).
289. Ryzbinski, T. Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan // Journal of Economic Behavior and Organization. 1984. 5: 275-286.

URL:<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0167268184900039>

(дата обращения: 23.07.2016).

290. Schmid, M., Walter, I. Do financial conglomerates create or destroy economic value? //J. Finan. Intermediation. 2008. N 2. pp. 77–84. URL:[http://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20174\\_tcm46-175062.pdf](http://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20174_tcm46-175062.pdf) (дата обращения: 30.10.2016).
291. Schmidt, R.H., Hackethal, A. Finanzsystem und Komplementarität, in: Beihefte zu Kredit und Kapital 15: Finanzmärkte im Umbruch, 2000. pp. 53-102.
292. Sennett, R. The Culture of the New Capitalism. Yale University Press, 2006. 214 p. URL:[http://asounder.org/resources/sennett\\_culture.pdf](http://asounder.org/resources/sennett_culture.pdf) (дата обращения: 30.10.2016).
293. Sireina, D., Dowrick, St. What Entices the Stork? Fertility, Education and Family Payments, The Economic Record // The Economic Society of Australia. 2010. vol. 86(s1). № 9. PP. 69-79. URL:<https://ideas.repec.org/a/bla/ecorec/v86y2010is1p69-79.html> (дата обращения: 12.10.2016).
294. Slijkerman, J.F., Schoenmaker, D., de Vries, C.G. Risk Diversification by European Financial Conglomerates (No. TI 05-110/2). – Tinbergen Institute Discussion Paper Series, 2005. URL: <http://hdl.handle.net/1765/7426>. (дата обращения: 12.10.2016).
295. Smaghi, L. B. Real convergence in Central, Eastern and South-Eastern Europe // European Central Bank. 2007. Mode of access: <[http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071001\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071001_2.en.html) (дата обращения 29.10.2016).
296. Sorensen, J. M. R., Woodrow, T. J., Reuter, J. Who determines when you retire? Peer effects and retirement. Working Paper. 2008.

- URL:<http://www.nber.org/aging/rrc/papers/orrc08-13.pdf> (дата обращения 29.10.2016).
297. Sorensen, C. K., Guiterrez, J. M. P. Euro Area Banking Sector Integration – Using Hierarchical Cluster Analysis Techniques. ECB Working Paper, No. 627, 2006. 39p.  
URL:<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp627.pdf> (дата обращения 29.03.2016).
298. Soviet Studies. 1961 Vol. 12, N 4. P. 333–41.
299. Soyoung, K., Sunghyun, H. K., Yoonseok C. Financing investment in East Asia: Regional or global savings? // Japan and the World Economy. 2014. Vol. 31. Pp. 1-7. <http://www.sciencedirect.com/science/journal/09221425/31> (дата обращения 21.10.2016)
300. Stuart, R., Gregory P. The Structural Convergence of Economic Systems / Gregory P., Stuart, R. // Yearbook of East European Economics. Band 2. 1971.
301. Stiglitz, J. Capital-market liberalization, globalization, and the IMF // Oxford Review of Economic Policy. 2004. 20(1). pp. 57–71. <http://oxrep.oxfordjournals.org/content/20/1/57.abstract> (дата обращения 10.10.2016).
302. Social Risk Management: The World Bank’s Approach to Social Protection in a Globalizing World [URL:http://siteresources.worldbank.org/SOCIALPROTECTION/Publications/20847129/SRMWBApproachtoSP.pdf](http://siteresources.worldbank.org/SOCIALPROTECTION/Publications/20847129/SRMWBApproachtoSP.pdf) (дата обращения 29.10.2016).
303. Stulz, R. The limits of financial globalization // Journal of Finance 2005. 60(4), 1595–1637. URL:<https://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/limits-financial-globalization.pdf> (дата обращения 10.10.2016).
304. Summers, L. The Great Liberator // The New York Times. 2006. November 19. URL: [http://www.nytimes.com/2006/11/19/opinion/19summers.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2006/11/19/opinion/19summers.html?_r=0) (дата обращения: 11.10.2016).

305. Szüle, B. Inside financial conglomerates: Effects in the Hungarian pension fund markets. BERG working paper series on government and growth. 2003. No. 42, ISBN 3931052346 URL:<http://hdl.handle.net/10419/39707> (дата обращения 22.04.2016).
306. Tang, Jh. The Role of Financial Conglomerates in Industry Formation: Evidence from Early Modern Japan // Center for Economic Studies, U.S. Census Bureau in its series Working Papers. 2007. № 7. 32 p. URL:[http://eml.berkeley.edu/~webfac/eichengreen/e211\\_fa06/tang-paper.pdf](http://eml.berkeley.edu/~webfac/eichengreen/e211_fa06/tang-paper.pdf) (дата обращения: 13.10.2016).
307. The Costs of Welfare / N. Deskin, R. Page (eds.). Aldershot; Brookfield, 1993. URL:<http://www.springer.com/us/book/9783642790393> (дата обращения: 06.10.2016).
308. The Expansion of Corporate Groups in the Financial Services Industry: Trends in Financial Conglomeration in Major Industrial Countries Financial Systems and Bank Examination. Department Bank of Japan. December 28, 2005. URL:[https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron\\_2005/ron0512b.htm/](https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2005/ron0512b.htm/) (дата обращения: 30.10.2016).
309. The Energy, the Environment, and Technological Change/ David Popp, Richard G. Newell, Adam B. Jaffe. NBER Working Paper No. 14832, 2009. Doi 10.3386/w14832
310. Thorburn, W. M. Occam's razor, Mind. 1915. № 24. P. 287–288. URL:<http://philpapers.org/rec/THOTMO> (дата обращения 22.04.2016).
311. Tinbergen, J. Do Communists and free economies show a Converging Pattern? // Soviet Studies. Vol. 12. Issue 4. 1961. Pp. 333-341. URL:<http://dx.doi.org/10.1080/09668136108410255> (дата обращения 22.04.2016).

312. Towards an EU Directive on the Prudential Supervision of Financial Conglomerates. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-conglomerates/docs/consult\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/docs/consult_en.pdf) (дата обращения: 20.05.2016).
313. Tuch, A. F. Financial Conglomerates and Information Barriers, Journal of Corporation Law. Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper 2014. No. 13-11-01. URL: <http://ssrn.com/abstract=2363312> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2363312> (дата обращения 12.11.2016).
314. Veron, N. Is Europe Ready for A Major Banking Crisis? // Bruegel Policy Brief. 2007. August 03. P. 22. URL:<http://bruegel.org/2007/08/is-europe-ready-for-a-major-banking-crisis/> (дата обращения 22.10.2016).
315. Vives, X. Europe's Regulatory Chaos // The Wall Street J. 2009. March 18. P. 39. URL:<http://blog.iese.edu/xvives/files/2011/09/20090318WSJEEuropesRegulatoryChaos.pdf> (дата обращения 22.10.2016).
316. Vujakovic, P. How to Measure Globalisation? A New Globalisation Index (NGI) URL:[http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Veranstaltungen/Forschungskonferenz/3.foko/Paper\\_der\\_Vortragenden/47.PetraVujakovic.New\\_Globalisation\\_Index.pdf](http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Veranstaltungen/Forschungskonferenz/3.foko/Paper_der_Vortragenden/47.PetraVujakovic.New_Globalisation_Index.pdf) (дата обращения 11.10.2016).
317. Watson, P. Convergence: The Deepest Idea in the Universe. Simon and Schuster, 2016. 576 p. URL:<http://www.simonandschuster.co.uk/books/Convergence/Peter-Watson/9781471129001>) (дата обращения: 30.10.2016).
318. Human Development Report, 2015. <http://hdr.undp.org/es/composite/GII> (дата обращения: 03.11.2016).
319. Well-being and Global Success A report prepared by the World Economic Forum Global Agenda Council on Health & Well-being, 2012. URL: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_HE\\_GAC\\_WellbeingGlobalSuccess\\_Report\\_2012.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_HE_GAC_WellbeingGlobalSuccess_Report_2012.pdf) (дата обращения: 12.03.2016).

320. Официальный сайт подразделения Европейского центрального банка. National accounts and output indicators. URL: <http://www.ecb.int/stats/money/icpf/html/index.en.html>
321. Официальный Сайт бизнес информационно-аналитического агентства «Эксперт», 15 декабря 2014 г. URL: <http://expert.ru/2014/12/15> (дата обращения 22.06.2015)
322. Официальный Сайт бизнес информационного агентства «Росбизнесконсалтинг». URL: <http://www.rbcdaily.ru/>
323. Официальный Сайт исследовательской и консталтинговой компании США ReportLinker LTD <http://www.reportlinker.com/report/search/theme/bancassurance> (дата обращения 29.10.2016)
324. Официальный Сайт Национального бюро экономических исследований США. URL: <http://www.nber.org/chapters/c9571.pdf> (дата обращения 20.06.2016).
325. Официальный сайт Общественной корпорации Японии (для обучения зарубежных страховщиков) URL: [http://www.falia.or.jp/english/materials/pdf/2013/201309Corp\\_Product\\_Strategy\\_Corp.pdf](http://www.falia.or.jp/english/materials/pdf/2013/201309Corp_Product_Strategy_Corp.pdf) (дата обращения: 16.03.2014).
326. Официальный сайт банка BNP Paribas Cardiff. URL: <http://www.bnpparibascardif.com/en/cid3191594/the-history-bancassurance-growth-worldwide.html> (дата обращения: 24.01.2016).
327. Официальный сайт Библиотеки конгресса США <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>
328. Официальный сайт регулятора финансового рынка Японии <http://www.fsa.go.jp/en/refer/guide/conglomerate/01.html>

329. Официальный Сайт брокера корпорации Lloyd's. URL: <http://www.artemis.bm/blog/2014/05/01/pension-funds-not-the-right-capital-for-lloyds-yet-ceo-inga-beale/>
330. Официальный сайт Всемирного банка. URL: <http://www.wb.org>
331. Официальный сайт Государственного комитета статистики [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc\\_1135087050375](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135087050375) (дата обращения 28.06.2016)
332. Официальный сайт NN Group <https://www.ing.com/Investor-relations/Divestment-of-NN-Group/About-NN-Group.htm> (дата обращения 03.11.2016).
333. Официальный сайт Еврокомиссии <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=1135&newsId=2369&furtherNews=yes> (дата обращения 09.12.2015)
334. Официальный сайт Европейского Независимого Агентства по надзору за банками <https://www.eba.europa.eu/-/updated-list-of-identified-financial-conglomerat-1>
335. Официальный сайт единого мегарегулятора финансовых рынков в РФ ЦБ РФ [http://www.cbr.ru/analytics/ppc/report\\_holding\\_1606.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/ppc/report_holding_1606.pdf)
336. Официальный сайт исследовательской компании [http://www.cisco.com/c/ru\\_ru/about/press/press-releases/2015/02-020515a.html](http://www.cisco.com/c/ru_ru/about/press/press-releases/2015/02-020515a.html) (дата обращения 22.10.2016)
337. Официальный Сайт консалтинговой организации Miniwatts Marketing Group. URL: <http://www.internetworldstats.com/stats.htm> (дата обращения: 28.01.2016).
338. Официальный сайт Корпорации по страхованию банковских депозитов (США). Federal Deposit Insurance Corporation URL: <http://www.fdic.org> (дата обращения: 28.11.2016).



339. Официальный сайт Медиа-Информационной Группы «Страхование сегодня». URL: <http://www.insur-info.ru/comments/827> (дата обращения: 10.10.2016).
340. Официальный сайт международной организации OECD, Global Pension Statistics Project. URL: <http://www.oecd.org/daf/pensions/gps>. (дата обращения: 10.10.2016).
341. Официальный сайт международной организации ЮНКТАД [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016\\_Overview\\_ru.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_Overview_ru.pdf) (дата обращения: 10.10.2016).
342. Официальный сайт Министерства экономики и финансов Франции. URL: <http://www.minefi.gouv.fr>. (дата обращения: 10.10.2016).
343. Официальный Сайт Национального бюро экономических исследований США. URL: <http://www.nber.org/chapters/c9571.pdf> (дата обращения 20.06.2016).
344. Официальный сайт ООН <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/SNA2008.pdf>
345. Официальный сайт Пенсионного Фонда РФ <http://www.pfrf.ru>
346. Официальный сайт США URL: <http://www.census.gov>
347. Официальный сайт Управления надзора над сберегательными учреждениями США. URL: <http://www.ots.treas.gov>
348. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики РФ URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/\\_main/rosstat/ru/statistics/databases/showcases/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/_main/rosstat/ru/statistics/databases/showcases/)
349. <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2016-06-19/asia-s-bancassurance-madness>
350. <http://czech-consult.ru/faq/26-8/421-onlajn-kalkulator-chistoj-zarplaty-v-chehii.html> (дата обращения 09.12.2016)

351. <http://dstevenwhite.com/tag/worlds-largest-economic-entities/>
352. [http://economics.wideworld.ru/macroeconomics/international\\_trade/1/](http://economics.wideworld.ru/macroeconomics/international_trade/1/)
353. <http://www.eto.org.uk/twork/tw97eto/> (дата обращения 21.10.2016)  
Status Report on European Telework 1997.
354. <http://www.econ.sciencespo.fr/sites/default/files/martinp/supermarketsjie.pdf>
355. <http://forinsurer.com/news/15/12/15/33309>
356. <http://investments.yale.edu/index.php/2011-09-22-18-13-43/asset-allocation>
357. <http://www.ipe.com/pensions/pensions-in/netherlands/an-introduction-to-the-apf-vehicle/10009586.article>
358. <http://www.icorporationsandhealth.org/2015/08/27/the-100-largest-governments-and-corporations-by-revenue/>
359. <http://www.internetlivestats.com/internet-users/>
360. <http://www.m.rb.ru/article/prichiny-obuslavlivayushhie-sozdanie-megaregulyatora/5361597.html>
361. <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200203/ldselect/ldeconaf/5/507.htm>
362. <http://www.rosaltmann.com/> Ros Altmann
363. <https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2014/09/Infographic-Five-facts-about-the-worlds-largest-pension-funds>
364. <http://www.sdw.ecb.europa.eu/servlet/desis?node=1000005021>
365. <http://www.standardandpoors.com>

## **ПРИЛОЖЕНИЯ**

**Приложение 1**  
**Таблица 1 – Динамика национального долга (в % к ВВП) в 1995–2015 гг.**

Страна	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Австралия	59.6	57.3	54.3	50.3	43.9	40.9	39.9	39.1	36.9	36.2	35.6	35.3	33.3	34.4	43.0	46.3	50.4	62.6	58.5	64.2	68.1
Австрия	69.3	69.9	65.5	67.3	70.5	70.5	71.6	73.4	72.0	71.3	75.8	72.4	68.7	74.0	86.3	90.3	91.3	97.5	93.7	101.8	
Бельгия	140.4	142.2	136.8	137.8	126.5	120.4	119.0	118.1	114.6	110.2	107.8	99.9	93.7	101.0	109.4	107.7	110.1	120.1	118.0	129.5	127.3
Великобритания	52.3	51.7	51.2	52.3	47.8	48.8	44.8	47.4	46.7	49.5	51.1	50.7	51.4	63.4	77.0	89.1	103.3	107.0	102.8	113.3	112.0
Венгрия	88.5	76.6	66.0	65.0	66.7	61.0	58.9	60.0	60.7	64.1	67.1	70.7	71.5	75.0	84.1	86.0	95.0	97.9	96.0	99.4	98.1
Германия	54.2	57.3	58.8	60.5	60.4	59.4	58.6	61.0	64.4	67.5	70.0	68.1	64.1	67.9	75.3	84.5	83.9	86.6	81.6	82.0	77.8
Греция	97.8	99.0	95.4	92.9	96.4	111.4	113.2	111.2	105.9	107.4	111.4	115.8	113.3	117.7	134.9	128.9	108.8	164.0	178.6	178.8	179.9
Дания	81.6	79.1	75.0	72.6	67.1	60.5	58.3	58.1	56.1	52.4	45.1	40.5	34.6	42.0	49.5	53.8	60.6	61.0	57.5	60.0	54.2
Израиль							91.2	94.9	100.2	98.0	95.1	84.9	80.9	80.7	83.7	79.9	78.3	78.5	76.7	79.1	
Исландия									66.1	59.6	49.7	54.9	49.8	95.7	109.4	114.6	122.1	120.2	112.2		
Испания	67.5	73.9	73.0	73.5	67.9	65.2	60.6	59.3	54.4	52.5	50.0	45.7	41.7	47.1	61.7	66.5	77.6	92.2	103.9	117.9	116.3
Италия	121.3	127.1	128.7	130.7	123.7	119.0	118.1	117.0	114.3	114.7	117.4	115.0	110.7	113.0	125.9	124.9	117.9	136.1	143.4	156.4	
Канада	123.7	129.9	123.5	122.1	111.7	102.2	102.1	100.6	95.8	91.3	90.1	88.8	83.9	88.1	102.1	103.8	106.8	109.9	105.7	107.7	
Мексика									42.5	38.0	35.5	34.9	37.9	41.9	44.3	40.8	46.4	49.7	49.2	44.9	
Нидерланды	85.8	84.2	78.8	76.4	67.6	60.5	56.5	57.3	58.4	58.3	57.4	51.3	48.5	61.4	64.1	68.0	72.0	77.8	76.6	81.2	77.9
Норвегия	37.3	33.0	29,02	27,07	28,07	32.2	31,1	38.7	48.0	49.9	46.9	57.8	55.6	54.2	48.1	48.4	33.8	34.8	35.4	32.7	38.4
Польша									54.8	53.8	54.4	54.6	50.9	54.0	57.1	60.7	61.1	60.7	62.6	66.2	66.4
Португалия	67.5	68.0	66.0	65.3	62.5	62.0	63.5	66.8	70.6	76.7	80.0	79.4	78.1	82.8	96.1	104.1	107.8	137.0	141.1	150.6	148.8
Словакия	37.6	37.0	38.2	40.4	52.6	57.9	56.6	49.4	47.5	45.1	38.1	36.0	34.5	33.5	42.0	46.9	49.4	57.7	60.7	60.1	
США	83.1	80.6	75.5	71.0	65.5	61.5	63.9	70.5	71.4	79.2	78.5	76.2	76.5	92.3	105.7	116.0	121.6	124.7	123.7	122.9	124.8

Турция															54.3	52.5	47.8	46.4	39.7	39.0	37.7
Финляндия	62.9	63.8	62.2	59.1	53.0	51.0	48.4	48.2	49.2	49.4	46.5	43.1	39.1	38.3	49.2	55.1	57.5	63.4	64.3	70.8	74.1
Франция	66.6	72.6	75.2	77.0	73.5	71.9	71.0	74.6	78.5	80.0	81.7	76.9	75.6	81.5	93.2	96.8	100.7	110.4	110.2	118.8	
Чехия	17,01	16,02	16,06	17,05	23,02	24.0	28.0	30,01	32.6	32.2	31.9	31.6	30,3	34.2	41.0	45.8	48.3	57.9	58.0	56.7	
Швейцария					52.5	52.7	52.6	60.0	58.4	59.5	56.9	50.7	50.5	48.6	46.4	44.7	45.0	45.8	45.5		
Швеция	76.0	78.9	82.1	82.6	72.9	62.7	64.0	64.2	63.0	62.5	63.6	57.6	51.9	50.7	54.5	51.9	52.7	53.7	56.3	62.6	
Япония	93.8	100.6	109.7	120.7	133.4	144.5	151.4	161.8	172.3	178.8	180.2	180.0	180.0	184.2	207.3	210.5	226.3	235.3	239.8	246.6	

С о с т а в л е н о п о: Finance and investment: Key tables from OECD – ISSN 2075-8294 - OECD. 2011. URL:  
<http://www.stats.oecd.org/index.aspx?r=598160> (дата обращения: 16.06.2016).

## Приложение 2

Таблица 2.1 – Средний располагаемый доход по странам, нац. валюта, текущие цены, 2000-2012 гг.

Страна/Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
США	28082	..	..	..	..	33083	..	..	35717	35631	35593	37595	38447
Италия	15933	..	..	..	18164	..	..	..	19947	20148	20032	20196	..
Япония	3214918	..	..	2970766	..	..	2963009	..	..	2882434	..	..	..
Корея	..	..	..	..	..	..	17599646	18503634	19364685	19580276	20744939	21890584	23232459
Великобритания	14352	14965	15417	15924	16522	17201	17857	18657	19337	19748	19866	20062	..
Польша	..	..	..	..	14664	17071	18588	21539	24179	25476	26737	27967	..
Германия	19330	..	..	..	20725	..	..	..	22294	22832	23322	23344	..

Таблица 2.2 – Средний располагаемый доход (66-75 лет), 2000-2012 гг.

Страна/Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
США	25903	..	..	..	..	29377	..	..	34696	36292	36432	38510	40322
Италия	14105	..	..	..	15961	..	..	..	19335	19845	19889	20272	..
Япония	2892332	..	..	2628156	..	..	2578323	..	..	2564472	..	..	..
Корея	..	..	..	..	..	..	11481800	11746731	12642994	12236216	13056311	13653970	..
Великобритания	11128	11854	12294	12911	13418	14111	14510	15030	16153	16983	17080	17399	..
Польша	..	..	..	..	14814	16378	17181	18614	20546	21893	23398	24437	..
Германия	17580	..	..	..	19508	..	..	..	20502	21311	20896	21667	..
Россия	..	..	..	..	..	..	..	..	124752	..	176556	..	..



Коэффициент В  
(население 20-46)

Страна/Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
США	1,026138					0,987819			0,998992	0,994387	0,99823	0,989467	0,989622
Италия	1,049332				1,0659				0,998095	1,002085	0,99366	0,991137	
Япония	0,971121			1,010031			1,015086			1,002218			
Корея							1,052459	1,076744	1,094972	1,078834	1,07185	1,076373	
Великобритания	1,123188	1,131173	1,119024	1,115172	1,100835	1,110982	1,130649	1,121617	1,132337	1,084971	1,083711	1,067391	
Польша					1,08988	1,065257	1,062621	1,07563	1,100004	1,083726	1,074728	1,086423	
Германия	0,980031				0,975199				0,977752	0,978714	0,987437	0,96196	



### Приложение 3

Таблица 3.1 – Среднедушевой доход в некоторых субъектах РФ, 2016 г. Упорядоченно по убыванию средне-душевого дохода

№	Регион России	Среднедушевой доход, руб. в месяц	Медиана (Ме), руб. в месяц	Мода (Мо), руб. в месяц	Прожиточный минимум, руб. в месяц	Прожиточный минимум, к ср. дох., %
1	Ненецкий авт. округ	71 072,1	51 988,0	27 817,0	18 577,0	26,1
2	Ямало-Ненецкий авт. округ	63 035,9	46 687,2	25 610,4	15 851,0	25,1
3	г. Москва	59 567,0	43 043,2	22 475,1	14 749,0	24,8
4	Чукотский авт. округ	57 333,4	43 322,9	24 736,5	16 537,0	28,8
5	Сахалинская область	48 852,5	36 534,4	20 433,0	13 672,0	28,0
6	Магаданская область	48 734,2	37 763,4	22 674,9	17 311,0	35,5
7	Ханты-Мансийский АО	44 519,7	33 395,5	18 791,5	14 316,0	32,2
	Тюменская область с АО	41 116,5	29 859,1	15 747,0	12 751,0	31,0
8	г. Санкт-Петербург	39 844,7	29 503,9	16 176,9	9 995,0	25,1
9	Камчатский край	39 494,1	31 869,2	20 751,4	18 020,0	45,6
10	Московская область	38 395,9	29 367,6	17 180,5	10 795,0	28,1
11	Республика Саха (Якутия)	37 857,3	28 913,2	16 865,2	15 140,0	40,0
12	Хабаровский край	37 677,3	29 388,9	17 880,9	13 417,0	35,6
13	Мурманская область	35 952,3	28 801,1	18 483,1	13 722,0	38,2
14	Свердловская область	34 696,4	25 898,3	14 429,2	9 602,0	27,7
15	Приморский край	34 080,7	26 380,3	15 806,0	12 490,0	36,6
16	Республика Коми	33 312,6	25 160,8	14 353,4	11 443,0	34,4
17	Пермский край	32 692,2	23 883,5	12 746,9	9 510,0	29,1

18	Республика Татарстан	31 391,3	23 285,8	12 813,1	7 695,0	24,5
19	Краснодарский край	31 375,9	23 342,7	12 919,9	9 349,0	29,8
20	Архангельская обл. без НАО	30 922,4	25 016,0	16 372,2	12 963,0	41,9
50	Астраханская область	24 014,2	18 445,4	10 882,5	8 452,0	35,2
51	Новосибирская область	23 793,5	18 950,0	12 020,1	10 425,0	43,8
52	Томская область	23 786,9	19 103,7	12 321,8	10 578,0	44,5
53	Тверская область	23 579,0	19 504,2	13 345,4	9 741,0	41,3
54	Оренбургская область	23 205,1	18 109,3	11 029,0	8 348,0	36,0
55	Владимирская область	23 079,8	18 581,1	12 043,5	9 344,0	40,5
56	Забайкальский край	23 026,0	18 135,7	11 250,4	10 230,0	44,4
57	Орловская область	22 818,9	18 179,9	11 539,4	8 764,0	38,4
58	Ульяновская область	22 770,4	18 060,3	11 361,5	8 855,0	38,9
59	Ставропольский край	22 675,2	17 729,3	10 838,6	8 231,0	36,3
60	Ивановская область	22 494,1	18 177,4	11 870,2	9 462,0	42,1
61	Чеченская Республика	22 457,3	17 065,8	9 855,2	8 162,0	36,3
62	Кировская область	22 421,7	18 147,3	11 887,6	9 210,0	41,1
63	Республика Адыгея	22 415,3	17 684,0	11 006,5	8 375,0	37,4
64	Костромская область	22 385,1	18 141,2	11 914,6	9 083,0	40,6
65	Иркутская область	22 203,3	17 519,1	10 906,9	9 935,0	44,7
66	Волгоградская область	22 000,4	17 761,0	11 575,6	8 889,0	40,4
68	Кемеровская область	21 552,9	17 155,1	10 868,4	8 814,0	40,9
69	Псковская область	21 178,4	17 484,9	11 918,1	10 266,0	48,5
70	Пензенская область	21 103,5	16 580,1	10 234,2	8 096,0	38,4

71	Алтайский край	21 007,8	16 572,4	10 313,3	8 798,0	41,9
72	Республика Хакасия	20 648,7	16 606,4	10 740,9	9 076,0	44,0
73	Курганская область	20 140,2	16 007,8	10 112,8	9 032,0	44,8
74	Саратовская область	20 129,6	15 940,7	9 996,7	8 266,0	41,1
75	Кабардино-Балкарская Респ.	18 766,0	15 004,2	9 591,8	8 784,0	46,8
76	Чувашская Республика	18 507,8	14 999,0	9 850,9	8 301,0	44,9
77	Республика Алтай	18 179,0	14 768,7	9 747,4	9 435,0	51,9
78	Карачаево-Черкесская Респ.	17 913,2	14 411,1	9 327,2	8 667,0	48,4
79	Республика Марий Эл	17 692,7	14 108,2	8 970,7	8 717,0	49,3
80	Республика Мордовия	17 455,9	14 093,2	9 186,3	8 149,0	46,7
81	Республика Тыва	15 094,4	11 922,3	7 437,8	9 804,0	65,0
82	Республика Калмыкия	14 233,9	11 362,3	7 240,3	8 546,0	60,0
83	Республика Ингушетия	13 336,8	11 027,2	7 538,7	8 704,0	65,3

Источник: <http://bs-life.ru/rabota/zarplata/srednyaya-zarplata2016.html>

