Механизмы и пределы саморегулирования на финансовых рынках в развитых странах мира

тема диссертации и автореферата по ВАК 08.00.10, кандидат экономических наук Ильин, Евгений Викторович

**Год:**

2012

**Автор научной работы:**

Ильин, Евгений Викторович

**Ученая cтепень:**

кандидат экономических наук

**Место защиты диссертации:**

Москва

**Код cпециальности ВАК:**

08.00.10

**Специальность:**

Финансы, денежное обращение и кредит

**Количество cтраниц:**

206

## Оглавление диссертации кандидат экономических наук Ильин, Евгений Викторович

Введение.

ГЛАВА 1. САМОРЕГУЛИРОВАНИЕ В НАЦИОНАЛЬНЫХ СИСТЕМАХ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ.

1.1.Цели регулирования финансового рынка.

1.2. Эволюция саморегулирования финансовых рынков.

1.3. Основные типы систем регулирования финансового рынка в развитых странах.

1.4. Преимущества и пределы механизмов саморегулирования. Конфликт интересов.

1.5. Естественные и институциональные стимулы СРО.

ГЛАВА 2. МЕТОД ИССЛЕДОВАНИЯ МЕХАНИЗМОВ САМОРЕГУЛИРОВАНИЯ.

2.1. Постановка задачи исследования.

2.2. Квантификация уровней неэффективности рынка как пространства последствий регулятивных решений (на основе расстояния Кульбака - Лейблера).

2.3. Индивидуальные функции полезности профучастников-членов СРО.

2.3.1. Построение индивидуальных функций полезности профучастников-членов СРО в отношении неэффективности рынка.

2.3.2. Индивидуальные предпочтения профучастников-членов СРО в отношении неэффективности рынка.

2.3.3. Несклонность профучастников-членов СРО в риску. Методика калибровки относительных коэффициентов.

2.4. Коллективная функция полезности СРО и механизмы агрегирования предпочтений профучастников.

2.4.1. Методика определения коллективных предпочтений СРО на основе максимизации коллективной функции полезности.

2.4.2. Методика определения коллективных предпочтений СРО на основе механизма голосования.

2.5. Показатели глубины конфликта интересов СРО.

2.6. Обоснование выбора данных и их предварительная обработка

ГЛАВА 3. ПРЕДПОЧТЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ НЕЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА СРО, ГЛУБИНА КОНФЛИКТА

ИНТЕРЕСОВ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА КАЧЕСТВО ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО УСТРОЙСТВА ЭКОНОМИКИ.

3.1. Оценка параметров распределений доходности индекса национального финансового рынка.

3.2. Построение пространства неэффективности рынка.

3.3. Выявление предпочтений профучастников-членов СРО на индивидуальном уровне.

3.3.1 Индивидуальные предпочтения профучастников и контрастные типы рынка.

3.3.2. Предпочтения профучастников при максимизации функции полезности.

3.4. Несклонность к риску профучастников-членов СРО. Калибровка коэффициентов.

3.5. Коллективные предпочтения СРО и глубина конфликта интересов.

3.5.1. Механизм агрегирования на основе демократического выбора.

3.5.2. Коллективные предпочтения на основе механизма максимизации коллективной функции полезности СРО.

3.5.3. Сравнительный анализ механизмов агрегирования предпочтений в СРО.

3.6. Анализ событий регулятивной практики и целостность рынка

3.7. Коллективные предпочтения СРО и качество институционального устройства системы регулирования

3.8. Механизм принятия регулятивных решений СРО.

## Введение диссертации (часть автореферата) На тему "Механизмы и пределы саморегулирования на финансовых рынках в развитых странах мира"

Актуальность темы исследования. Последние 20 лет стали периодом беспрецедентного роста финансовых рынков мира, практически неограниченных возможностей инноваций в области финансовых продуктов и совершенствования финансовых процессов. Локальный предел этого роста был достигнут в 2008 году с началом мирового кризиса, ставшего крупнейшим со времен Великой депрессии. Резкий спад вернул проблемы регулирования финансовых рынков в список самых острых и актуальных тем как на мировом, так и на национальном уровне.

Часто кризис становится поводом к поиску недостатков архитектуры национальной системы регулирования финансового рынка. Особенность американской системы регулирования (юрисдикции, где возник кризис) заключается в том, что в ее основание исторически положено саморегулирование профучастников рынка. По этой причине основная волна ожесточенной критики была направлена именно против саморегулирования.

Существует мнение, что роль саморегулирования в системах регулирования современных финансовых рынков требует пересмотра, в особенности в системе регулирования финансового рынка США. Так, лауреат Нобелевской премии, Дж. Стиглиц считает, что саморегулирование имеет принципиальные недостатки, препятствующие надлежащему выполнению задач регулирования рынка, и приводит аргументы в пользу ужесточения режима регулирования вплоть до дублирования персонала и функций государственных органов регулирования. Некоторые руководители развитых стран придерживаются той же точки зрения, одобряя сосредоточение всех полномочий по регулированию рынка в руках государства. Однако хорошо известно, что «предельные» варианты институциональных систем не оптимальны - оптимум следует искать где-то между «полюсами» регулятивных систем. С другой стороны, по-прежнему остаются в силе рекомендации авторитетных международных организаций в вопросах регулирования: опираться на рыночные механизмы регулирования (саморегулирование), которые являются залогом высокой эффективности и гибкости систем регулирования национальных финансовых рынков.

В результате профессиональной и общественной дискуссии в 2010 году в США был принят закон Додда - Франка, направленный на реформирование системы регулирования финансового рынка. Этот закон сохранил статус-кво саморегулирования финансового рынка. Ожидаемого экспертами пересмотра роли саморегулирования не последовало. Это является одной из причин выбора темы исследования.

Другой важной причиной выбора темы диссертации послужил ряд существенных для саморегулирования событий, произошедших за последние 20 лет: наиболее значимые национальные биржи мира прошли процедуру коммерциализации (изменение организационно-правовой формы с некоммерческой на коммерческую). Это привело, по мнению ряда экспертов, к обострению конфликта интересов внутри саморегулируемых организаций и бирж. В этой связи потенциал саморегулирования в качестве надежного механизма и опоры национальных систем регулирования финансового рынка стал подвергаться сомнению.

Высокая неопределенность, наличие полярных точек зрения в отношении роли саморегулирования и целесообразности его использования в системах регулирования национальных РЫНКОВ обусловило актуальность анализа соответствия механизмов саморегулирования целям регулирования финансового рынка на протяжении последних 20 лет, преимуществ и пределов саморегулирования, а также влияния саморегулируемых организаций на институциональное устройство системы регулирования экономики развитых стран.

Степень изученности темы в литературе. Основные работы в области регулирования финансовых рынков посвящены вопросам эффективности регулирования, но только с точки зрения государственных институтов (Ж. Лаффон, Ж. Тироль, Дж. Стиглиц, А. Шлейфер, Р. Познер, С. Джанков, Р. Ла Порта Ф. Лопес-Де-Силанес, Р. Вишны, Е. Глезер, К. Пистор, К. Ху, А. Ло, О. Харт, Л. Зингалес и др.). Возможно, это связано с тем, что наиболее авторитетная научная школа по теории регулирования располагается в континентальной Европе (Франция), а в странах этого региона, в силу особенностей национальной системы права, степень опоры на механизмы саморегулирования в качестве институционального решения невелика. Однако в ходе развития и глобализации финансовых рынков, европейские страны все больше обращают внимание на эту институциональную возможность, неспешно внедряя ее в систему регулирования1.

Формализованному анализу вопросов эффективного функционирования механизмов саморегулирования уделяли внимание лишь немногие экономисты. П. ДеМарцо, Дж. Фишман, К. Хагерти в соавторстве рассматривают проблему необходимости государственного контроля над СРО на основе теории экономических механизмов (mechanism design). К. Стефанадис изучает вопрос эффективности инноваций в финансах на основе теории игр. X.

1 Это предусмотрено Директивой Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» (MiFID - The Markets in Financial Instruments Directive).

Нуньес в том же ключе анализирует репутационные стимулы СРО, конфликт интересов и ее устойчивость к коррупции, но уже без привязки к финансовой отрасли. В работах К. Пирронга, Дж. Мэйси, М. О'Хары изучены особенности организационного устройства бирж. П. Грайцл и П. Мюррел в соавторстве решают задачу оптимального распределения полномочий регулирования между государством и саморегулированием на основе теории контрактов. Наибольший интерес к вопросам саморегулирования, в особенности проблемам выгод и издержек, связанных с саморегулированием, а также конфликта интересов, проявляют эксперты в области юриспруденции (X. Джексон, С. Гадинис, Р. Кармел, Р. Ли, С. Омарова, П. Махони, Дж. Кофи, Р. Огус, Дж. Карсон, С. Лофчи и др.).

В формальном анализе проблем саморегулирования на финансовом рынке нет чётко выраженного преобладающего подхода к моделированию этого круга проблем, в отличие от юридической традиции. Обобщить результаты таких работ в силу их немногочисленности представляется весьма затруднительным. Одна из особенностей данных работ состоит в том, что авторы рассматривают весьма широкие проблемы отрасли на основе частных ситуаций противоправной практики в деятельности СРО.

В настоящей работе предлагается иной подход к анализу механизмов саморегулирования финансовых рынков. В работе проводится математически формализованная оценка предпочтений СРО в отношении неэффективности рынка, характеризующая глубину конфликта между регулятивной функцией СРО и коммерческими интересами ее профучастников-членов, а также оценка влияния СРО на качество институционального устройства системы регулирования рынка. Оценка осуществляется на основе данных финансового рынка

США, как наиболее представительной юрисдикции с точки зрения саморегулирования.

Основная гипотеза работы заключается в существовании систематического несоответствия коллективных предпочтений профучастников, определяющих регулятивные решения СРО, приоритетной цели регулирования финансового рынка - повышению его информационной эффективности.

Изменение структуры доходов профучастников-членов СРО в результате роста мировой индустрии по управлению активами за последние 20 лет способствовало обострению проблемы конфликта интересов между регулятивными функциями СРО и коммерческими интересами ее профучастников-членов. Поскольку очевидно, что регулятивные решения СРО встраиваются в динамику финансового рынка, то ее решения, направленные на удовлетворение коммерческих интересов профучастников-членов по повышению стоимости их портфелей, могут отрицательно отражаться на эффективности рынка.

Такая позиция СРО в отношении эффективности рынка не совпадает с требованиями суверенных регуляторов и рекомендациями л международных организаций (прежде всего IOSCO z ) по ее повышению, что затрудняет оптимальное внедрение механизмов саморегулирования в национальные системы регулирования финансовых рынков.

Объектом исследования являются саморегулируемые организации на финансовых рынках развитых стран.

Предмет исследования составляют механизмы формирования коллективных предпочтений СРО в отношении неэффективности финансового рынка, которые определяют ее регулятивные решения на

2 IOSCO - Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions). финансовом рынке и характеризуют глубину конфликта интересов, а также степень целостности финансового рынка.

Цель исследования состоит в выявлении систематического несоответствия политики СРО официально заявляемым приоритетам суверенного регулятора и международных организаций и ее влияния на качество институционального устройства системы регулирования рынка.

В соответствии с целью исследования в работе поставлены следующие задачи: изучить национальные системы регулирования финансового рынка с точки зрения исторического и регионального аспектов, преимущества и пределы саморегулирования, а также действующие рыночные и институциональные стимулы СРО, определяющие общественно полезный характер ее поведения как института регулирования финансового рынка; разработать метод квантификации текущих уровней неэффективности рынка; разработать методику определения индивидуальных предпочтений профучастников-членов СРО в отношении неэффективности рынка; построить индивидуальные функции полезности профучастников-членов, зависящие от неэффективности рынка; провести оценку коэффициентов склонности к риску профучастников-членов СРО на основе финансовых данных по опционам и взаимным фондам; разработать модель механизма преобразования индивидуальных предпочтений профучастников-членов в коллективные предпочтения СРО; провести проверку влияния коллективных предпочтений в отношении информационной неэффективности рынка на качество институционального устройства системы регулирования экономики.

С точки зрения методологии, работа основана на экономических, юридических и финансовых исследованиях по вопросам регулирования и саморегулирования как финансового рынка, так и других отраслей экономики. Наибольшее влияние на выбор темы оказали работы X. Джексона, С. Гадиниса, П. Махони, Р. Ли, А. Дамодарана, X. Шефрина, Р. Шиллера, А. Ло, А. Шлейфера, Р. Ла Порты, Ж. Лаффона и других зарубежных и российских экспертов по вопросам регулирования и саморегулирования финансового рынка. На выбор методов исследования повлияли работы Р. Кини, Х.Райфы, Ф. Алескерова, Л. Эпстайна, Я. Аит-Сахалии, Д. Бридена, Р. Литценбергера, Е. Джекверта и др.

Количественное определение коллективных предпочтений СРО в отношении информационной неэффективности рынка проводилось на основе базы данных финансового рынка с 2 января 1991 по 31 декабря 2010 года по взаимным фондам, национальному индексу (S&P500) США и опционам на этот индекс. С точки зрения саморегулирования, США является самой представительной юрисдикцией: здесь СРО обладают широкими, несравнимыми с СРО других юрисдикций полномочиями, а каждый профучастник обязан стать членом СРО для получения лицензии. Данные по индексу и взаимным фондам были предоставлены компанией "Bloomberg". Для проведения калибровки коэффициентов склонности к риску функций полезности профучастников-членов СРО США использовалась официальная база данных СВОЕ по опционам на индекс S&P500, предоставленная компанией "Historical Option Data".

Научная новизна работы состоит в постановке и решении задачи по выявлению коллективных предпочтений СРО в отношении неэффективности финансового рынка как предпосылки принятия решений СРО. Разработанный метод основан на квантификации уровней неэффективности рынка и построении коллективной функции полезности СРО. Это позволило количественно описать динамику глубины конфликта интересов внутри СРО, а также оценить параметры коллективных предпочтений профучастников в отношении неэффективности рынка с нормотворческой и правоприменительной точек зрения, косвенно характеризующих степень целостности рынка. Также установлено влияние этих параметров на качество институционального устройства системы регулирования.

Научные положения, выносимые на защиту: метод квантификации текущей неэффективности финансового рынка на основе информационного расстояния Кульбака - Лейблера между эмпирическим распределением и соответствующим идеалу информационной эффективности нормальным распределением вероятности доходностинационального индекса; метод определения индивидуальных предпочтений профучастников-членов СРО в отношении неэффективности рынка на основе динамики портфелей, находящихся под их управлением, позволяющий оценить склонность к ограничению эффективности рынка и склонность к ограничению интенсивности правоприменения СРО; индивидуальные и коллективные функции полезности СРО, отражающие предпочтения в отношении неэффективности рынка, на основе которых производится оценка индивидуальных и коллективных предпочтений СРО в отношении неэффективности рынка; метод определения коллективных предпочтений СРО в отношении неэффективности рынка на основе механизмов «демократического» голосования и максимизации коллективной функции полезности; показатели глубины конфликта интересов, отражающие склонность СРО к ограничению неэффективности рынка (в области нормотворческой деятельности) и склонность к ограничению интенсивности правоприменения, а также степень целостности финансового рынка; модель влияния предпочтений СРО в отношении неэффективности рынка на качество институционального устройства системы регулирования национальной экономики.

Теоретическая значимость работы состоит в том, что на основе математически формализованной модели выявлено систематическое несоответствие механизмов саморегулирования целям регулирования финансового рынка на современном этапе развития финансового рынка, которое влияет на степень его целостности и на качество институционального устройства системы регулирования рынка. Учитывая тот факт, что финансовый рынок имеет преимущественно информационную природу (для нормального функционирования рынка принципиально обеспечить поступление по возможности полной и достоверной информации об участниках и торгуемых активах), в работе используется подход, основанный на анализе информационных аспектов саморегулирования (отношение СРО к информационной эффективности рынка). Этот подход существенно отличается от традиционного подхода с точки зрения выгод и издержек саморегулирования.

Результаты, полученные в отношении цели повышения эффективности финансового рынка, могут быть обобщены и распространены на другие цели регулирования в силу их существенной взаимосвязанности. Разработанный метод позволяет на основе объективных финансовых данных оценивать показатели глубины конфликта интересов финансовой СРО в отношении двух функций регулирования: нормотворчество и правоприменение.

Практическая значимость исследования заключается в том, что на основе разработанного метода появилась возможность количественного измерения текущей неэффективности финансового рынка, коллективных предпочтений СРО, а также степени целостности рынка. Информация о структуре предпочтений СРО в отношении неэффективности рынка имеет важнейшее значение при принятии решений о распределении полномочий регулирования финансового рынка между государственными органами и институтами саморегулирования. Вычисляемые на основе текущих данных финансового рынка показатели, характеризующие глубину конфликта интересов, могут быть также использованы для оценки регулирующего воздействия принимаемых мер.

Апробация результатов. Результаты проведенного исследования опубликованы в четырех научных статьях общим объемом 4,6 п. л. По материалам диссертации подготовлен курс «Теория и практика саморегулирования на финансовых рынках», который читается студентам четвертого курса программы подготовки специалистов и второго года магистратуры на факультете Мировой экономики и мировой политики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Основные положения диссертационного исследования были доложены на XIII Апрельской конференции ВШЭ в 2012 году и III Международной финансовой конференции (III World Finance Conference, г. Рио-де-Жанейро, Бразилия) в июле 2012 года.

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений. Общий объем диссертации - 197 страниц, содержит 16 таблиц и 18 рисунков. Количество приложений - 2. В библиографию вошло 172 источника, в том числе 165 зарубежных авторов.

## Заключение диссертации по теме "Финансы, денежное обращение и кредит", Ильин, Евгений Викторович

Заключение

По результатам проведенного исследования можно сделать следующие выводы:

1. Цели регулирования финансового рынка были сформулированы на этапе зарождения организованных финансовых рынков его профучастниками, т.е. в результате саморегулирования. Роль саморегулирования на финансовых рынках развитых стран на современном этапе практически повсеместно сведена к выполнению дополнительных функций по отношению к регулятивным функциям государства. В странах с прецедентной системой права (Австралия, Канада, США, Гонконг, кроме Великобритании, имеющей существенную специфику), тем не менее, механизмы саморегулирования по-прежнему находят применение гораздо чаще, чем в странах с континентальной (гражданской) системой права (Германия, Италия, Франция, Япония).

2. Изучение литературы также показало, что основное преимущество саморегулирования рынка заключается в обладании большей по сравнению с государством регулятивной информацией, а также в его институциональной гибкости. Основным пределом саморегулирования является конфликт интересов между регулятивными задачами СРО и коммерческими интересами ее профучастников-членов. Этот предел встречается практически в каждой области регулирования финансового рынка, за исключением регулирования торговых правил бирж, и отрицательно сказывается на защите инвесторов и эффективности рынка.

3. Изучение стимулов, содействующих должной реализации регулятивных полномочий СРО, показало, что на современном этапе после коммерциализации бирж система стимулов претерпела существенную трансформацию, в том числе и в результате изменения структуры доходов профучастников членов СРО. Выполнение регулятивных задач СРО по повышению эффективности финансового рынка и защите инвесторов стало крайне противоречить коммерческим интересам ее профучастников-членов.

4. В диссертации разработан метод выявления индивидуальных и коллективных предпочтений профучастников-членов СРО в отношении неэффективности рынка с помощью специально построенных функций полезности. На основе базы опционов на национальный индекс непараметрически восстановлены вмененные функции несклонности к риску репрезентативного инвестора, по которым откалиброваны показатели неприятия риска профучастников-членов СРО.

5. Предложена методика квантификации уровней неэффективности рынка на основе информационного расстояния Кульбака - Лейблера между эмпирическим распределением и соответствующим идеалу информационной эффективности нормальным распределением вероятности доходности национального индекса. С помощью данного метода проведена оценка уровней текущей неэффективности финансового рынка США по индексу 8&Р500, что позволило представить пространство последствий принимаемых СРО решений на шкале неэффективности рынка.

6. Сравнение стратегий профучастников на условно контрастных по неэффективности типах показало, что в среднем за 20 лет премии профучастников к неэффективному рынку выше, чем премии к эффективному, что свидетельствует о смещенности индивидуальных предпочтений большинства профучастников в сторону эффективности рынка (меньших отклонений распределений рынка от нормальности).

7. Вычисление индивидуальных интервалов предпочтений профучастников-членов СРО на шкале неэффективности рынка и их изучение показало, что все профучастники выборки за весь исследуемый период предпочитали систематические отклонения рынка от нормальности, т.е. распределенный по шкале неэффективности рынок, избегая при этом его контрастных состояний (предельной эффективности и предельной неэффективности). Также было установлено, что структура индивидуальных предпочтений многих профучастников-членов СРО имеет несколько вершин, что на основании теоремы о невозможности Эрроу не позволяет построить в СРО Парето-оптимальный механизм агрегирования коллективных предпочтений в рамках заданной структуры.

8. Выявлена существенная неоднородность предпочтений профучастников в отношении неэффективности рынка. В разные годы число групп с идентичными предпочтениями достигало 30 при общем количестве профучастников 109, при этом относительное большинство профучастников включало около 15% выборки. Согласованность предпочтений абсолютного большинства профучастников встречалось относительно редко.

9. Изучение механизмов агрегирования индивидуальных предпочтений в коллективные, а именно механизма «демократического» выбора (голосование относительным большинством голосов) и механизма максимизации коллективной функции полезности, а также проведение их сравнительного анализа показали, что выбор доминирующего механизма агрегирования предпочтений внутри СРО сопряжен в среднем с ростом склонности СРО к ограничению эффективности рынка, характеризующего конфликт интересов СРО в нормотворческой области, и с одновременным снижением склонности к ограничению интенсивности правоприменения. Варианты институционального устройства СРО связаны с разным уровнем глубины конфликта интересов как в нормотворческой, так и в правоприменительной области.

С этой точки зрения образование национальной СРО США РШКА не привело к снижению глубины конфликта интересов внутри СРО при выполнении нормотворческой функции, однако весьма существенно ограничило склонность СРО к ограничению интенсивности правоприменения на рынке. Возможно, сказался этот положительный эффект, когда в результате принятия антикризисного закона Додда - Франка в 2010 году СРО сохранили свои полномочия по регулированию финансового рынка США.

10. Анализ существенных событий регулятивной практики финансового рынка США, динамики показателей глубины конфликта интересов СРО, характеризующих ее склонность к должному выполнению ее регулятивных функций, и функций полезности СРО за последние 20 лет показал, что рост предпочтений СРО в нормотворческой области в сторону повышения эффективности рынка приводит к росту совместного благосостояния профучастников СРО, т.е. с нормотворческой точки зрения СРО может быть эффективней, чем государственные ведомства.

В то же время рост коллективных предпочтений в сторону увеличения интенсивности правоприменения приводит к снижению благосостояния ее членов. Так, модель показала рост полезности СРО в годы, когда на рынке ее профучастниками-членами совершались массовые правонарушения, а СРО при этом принимала решение о невмешательстве и не пресекала противоправную практику.

Регулятивная позиция СРО в области правоприменения, таким образом, не соответствует требованиям суверенного регулятора и международных организаций по повышению эффективности рынка, однако ориентир СРО может сдвигаться в сторону общества в результате жестких мер правоприменительного характера со стороны государственных ведомств: полезность СРО резко снижалась после того, как государством накладывались санкции и особые обязательства на СРО по восстановлению нормальной рыночной практики. По этой причине распределение полномочий в пользу СРО должно быть крайне осторожным в области правоприменения, с обязательным приоритетом государственного регулирования.

Проблемы СРО с обеспечением должного правоприменения косвенно свидетельствуют об неспособности саморегулирования к пруденциальному регулированию и надзору.

11. Изучение вмененных рыночных функций неприятия риска, косвенно характеризующих коллективные риск-предпочтения профучастников, показало, что введенные параметры деятельности СРО, склонность к ограничению эффективности рынка нормотворческим путем и склонность к ограничению интенсивности правоприменения, могут свидетельствовать о степени целостности финансового рынка в целом. Таким образом, предложенные показатели вполне могут выполнять самостоятельную роль индикаторов целостности финансового рынка.

12. Изучение взаимозависимости параметров предпочтений СРО и индексов системы регулирования экономики страны, разработанных Всемирным банком, показало, что предпочтения СРО в отношении неэффективности рынка, как в нормотворческой области, так и в правоприменительной отражаются на качестве институционального устройства системы регулирования экономики. Это доказывает, что предпочтения СРО в отношении неэффективности рынка являются предпосылками ее регулятивных решений и отражаются в восприятии общества, а также в последствиях этих решений.

Разработанный метод и полученные результаты могут быть использованы при формировании архитектуры национальной системы регулирования финансового рынка и принятии решений о распределении полномочий регулирования финансового рынка между СРО и государственными ведомствами.

## Список литературы диссертационного исследования кандидат экономических наук Ильин, Евгений Викторович, 2012 год

1. Алескеров Ф.Т. Бинарные отношения, графы и коллективные решения. / Алескеров, Ф.Т. Хабина, Э.Л., Шварц Д.А. — М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2006. — 300 с.

2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. —• 6-е издание. — М.: Альпина Паблишерз, 2010. — Гл. 6.

3. Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. — М.: Эдиториал УРСС, 2002. — 304 с.

4. Кини Р.Л. Принятие решений при многих критериях: предпочтения и замещения / Р.Л. Кини, X. Райфа. — М., 1981. — 560 с.

5. Миркин Я. Множественность СРО. / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. 2000. - № 13. - С. 8-10.

6. Павков Д. П. Институциональные аспекты организации финансового рынка: на примере рынка Forex: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.01 / Павков Дмитрий Петрович; Место защиты: Петрозавод. гос. ун-т. Петрозаводск, 2007, —208 с.

7. Плескачевский B.C. О совершенствовании регулирования финансового рынка / B.C. Плескачевский, П.М. Лансков // Аналитические материалы. М., 2008. — стр. 35.

8. Райфа Г. Анализ решений. Введение в проблему выбора в условиях неопределенности / Г. Райфа ; пер. с англ. 3. Н. Кравец ; под ред. С. В. Емельянова. — М.: Наука, 1977. — 408 с.

9. Расин Дж. Непараметрическая эконометрика: вводный курс. // Квантиль 4, 2008. 7- 56 с.

10. Рот А. Основы государственного регулирования финансовогорынка. / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин и др. // Юридический дом «Юстицинформ» . — 2002. — 411 с.

11. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007 — 928 с.

12. Aggarwal R. Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges/ R. Aggarwal, S. Dahiya // Элекронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=859305.

13. Aggarwal R. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges/ J. Applied Corp. Fin. — 2002 — 15 — 22p.

14. Aggarwal R. Demutualization and cross-country merger of exchanges / R. Aggarwal, S. Dahiya // The journal of financial transformation. — 2006,- 18.-P. 143-150.

15. Aggarwal R. Markets and institutions in financial intermediation: National characteristics as determinants. / R. Aggarwal, J. W. Goodell // J. of Banking & Finance. 2009. - 33. - P. 1770-1780.

16. Ait-Sahalia, Y., and A. W. Lo, 1998, "Nonparametric Estimation of State-Price Densities Implicit in Financial Asset Prices" Journal of Finance, 53, 499-547.

17. Ait-Sahalia, Y., and A. W. Lo, 2000, "Nonparametric Risk Management and Implied Risk Aversion" Journal of Econometrics, 94, 9-51.

18. Albuquerque R. A. Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing / R. A. Albuquerque, N. Wang // Boston.— Meetings Paper; ECGI — Finance Working Paper 2007.-No. 167/2007.

19. Aleskerov F. Utility Maximization, Choice and Preference/ F. Aleskerov, B. Monjardet.— Berlin: Springer-Verlag — 2002. 283 p.

20. Alexander S. (1964): Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks. The Random Character Of Stock Market Prices. Cambridge. M.I.T. Press. P. 199-218.

21. Arizono I. A Test for Normality Based on Kullback—Leibler Information. /I. Arizono, H. Ohta // The American Statistician — Vol. 43.—No. 1 1989-pp. 20-22.

22. Arthur T. Does Britain Need a Financial Regulator? /Т. Arthur, P. Booth// Statutory Regulation, Private Regulation and Financial Markets—2010—August—167 p.

23. Ashby S. Industry Self-Regulation: A Game-Theoretic Typology of Strategic Voluntary Compliance. / S. Ashby, S. H. Chuah, R. Hoffmann //International Journal of the Economics of Business. — 2004. Vol. 11. Issue 1 - p. 91-106.

24. Badway E. E. Ending Securities Industry Self-Regulation as We Know It / E. E. Badway, J. M. Busch // Rutgers L. Rev- 2004-2005. -135lp.

25. Balleisen E.J. The Promise and Pitfalls of Co-Regulation: How Governments Can Draw on Private Governance for Public Purpose / E.J. Balleisen, Eisner M // New Perspectives on Regulation. Cambridge, MA; The Tobin Project. 2009. - P. 127-149.

26. Banner S. The Origin of the New York Stock Exchange / S. Banner // Journal of Legal Studies. —1998. — 27 -113-40. — P. 1791-1860.

27. Beardsley C. Measuring the Impact of Regulation on Market Stability: Evidence from the US Markets / C. Beardsley, J. R. O'Brien // Tepper School of Business. —2003. — Paper 345.

28. Black J. Constitutionalising Self-Regulation/ J. Black // Modern Law Review. 1996. - Vol.59. - P.24-55.

29. Bratton W. W. Enron and the Dark Side of Shareholder Value. / W.W. Bratton // Tulane Law Review. — 2002. Электронный ресурс: http:// ssrn. com/abstract=3 01475.

30. Breeden D.T. Prices of State-Contingent Claims Implicit in Option Prices /D.T. Breeden, R.H. Litzenberger // J. of Business. —1978. —1. No. 4. —pp. 621-651.

31. Brito Ramos S. Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public? / S. Brito Ramos // Swiss Finance Institute Research Paper Series. 2006. - March. - No. 06-10. - 35 p.

32. Carson J. Market should have minimum standards of operation for institutions. / J. Carson // Interview at International Fixed Income Seminar Sao Paulo, Brazil. — 2009. — March. — 4 p.

33. Carson J. W. Conflicts of interest in self-regulation: can demutualized exchanges successfully manage them?/ J. W. Carson // World Bank Policy Research Working Paper. — 3183. — 2003. — December. — 29p.

34. Carson J. W. Managing Conflicts of Interest in TSX. / J. W. Carson// Listed Company Regulation—2010.— Электронный ресурс: http://faircanada.ca/wp—content/uploads/2008/12/TSX—Listings—Con flicts—final—report—23—Jul.pdf.

35. Carson J. W. Self—Regulation in Securities Markets/ J. W. Carson // World Bank Policy Research Working Paper Series.— Vol.5542. -2011 75p.

36. CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. Self-Regulation in Today's Securities Markets. Outdated System or Work in Progress?/ CFA// CFA Institute. 2007.

37. Chaudhuri P. On a likelihood-based approach in nonparametric smoothing and cross-validation. / P. Chaudhuri, A. Dewanji // Statistics & Probability Letters. — 1995. — Vol. 22. — I. — P. 7-15.

38. Chhaochharia V. Corporate Governance and Firm Value — The Impact of the 2002 Governance Rules/ V. Chhaochharia, Y. Crinstein Corporate // Johnson School Research Paper Series. 2005. — No. 23-06.

39. Christensen H. В. Capital-Market Effects of Securities Regulation: Hysteresis, Implementation, and Enforcement / Christensen H., В L.Hail, C. Leuz // Chicago Booth Research Paper— No. 12—04. —2011.—55p.

40. Christie W. G. Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?/ W. G. Christie, P. H. Schultz // J. of Finance.-vol. 49-1994.—Nb. 5 Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=5656.

41. Clausen N. J. Stock Exchange Mergers The new Driver in the Harmonisation of Securities Market Regulation? / N. J. Clausen, К. E. Sorensen // ECFR. - 2009. - P. 29 - 70.

42. Coates J. C. The Goals and Promise of the Sarbanes-Oxley Act / J. C. Coates // The Journal of Economic Perspectives. —Vol. 21. — 2007. — No. 1.-P. 91-116.

43. Coffee J. C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control / J. C. Coffee //Yale Law J. — 2001. — Vol. 111 —Issue 1. — P. 1 -82.

44. Copeland T. Financial Theory and Corporate Policy / T. Copeland, F. Weston, K. Shastri // Pearson 4-th ed. — 2006.

45. Cumming D. J. Exchange Trading Rules and Stock Market Liquidity / D. J. Cumming, S. A. Johan, L. Dan Li// Journal of Financial Economics. — 2010. — 33 p.

46. Demarzo P. M. Self-Regulation and Government Oversight / P. M. Demarzo, M. J. Fishman, К. M. Hagerty // Review of Economic Studies. 2005. - 72. - P. 687-770.

47. Dombalagian О. H. Demythologizing the Stock Exchange: Reconciling Self-Regulation and the National Market System. University of Richmond Law Review, May 2005. Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=579261.

48. Easley D. Ambiguity and Nonparticipation: The Role of Regulation./

49. D. Easley, M. O'Hara // The Review of Financial Studies.—Vol. 22 — Issue 5—2009—pp. 1817—184 Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=l 376207.

50. Ellis N.S. The NYSE Response to Specialist Misconduct: An Example of the Failure of Self-Regulation. / N.S. Ellis, L.M. Fairchild, H. Fletcher // — 2009. Электронный ресурс: http://works.bepress.eom/nanellis/l.

51. Fama E. F. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. — 1997. Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=15108.

52. Fama E. Filter Rules and Stock Market Trading. / E. Fama, M. Blume // Journal of Business. —1996. — P. 226-241.

53. Fama E.F. Parameter Estimates for Symmetric Stable Distributions /

54. E.F. Fama, R. Roll // J. American Statistical Association. — 1971. — P. 331-338.

55. Feldman A. M. Welfare Economics and Social Choice Theory / A. M. Feldman, R. Serrano // — 2006. —Springer; 2nd edition. — 403 p.

56. Financial Regulatory reform. A new foundation: rebuilding Financial Supervision and Regulation. The Department of the Treasury. — 2009.-88 p.

57. FINRA. Rulemaking process. General overview. Электронный ресурс: http://www.fmra.org/Industry/Regulation/FINRARules/ /RulemakingProcess/.

58. Fleckner A. M. Stock Exchanges at the Crossroads. / A. M. Fleckner// Fordham Law Review. 2006. - Vol. 74- pp. 2541-2620 .

59. Fooks G. J. Auditors and the Permissive Society: Market Failure, Globalisation and Financial Regulation in the US. / G. J. Fooks / Risk Management. 2003. - 5. - P. 17-26.

60. G30 Ethics. Toward Effective Governance of Financial Institutions. — 2012,— 92 p.

61. G30 Working Group. The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. — 2008. Электронный ресурс: http://www.group30.org/images/PDF/ /The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf.

62. Gadinis S. Markets as regulators: a survey. / S. Gadinis, H. E. Jackson // Southern California Law Review. — 2007. — September. — 70 p.

63. Global Financial Markets Association Global Regulatory Reform Proposals Side-by-Side Comparisons and Timelines. — 2010.

64. Gordon B. Why we need tougher regulation of our financial system Published / B. Gordon // Daily telegraph. — 2009. — № 15 Электронный ресурс: http://www.telegraph.co.uk/.

65. Goshen Z. The Essential Role of Securities Regulation./ Z. Goshen, G. Parchomovsky // Duke Law Journal. — 2006—Vol. 55,— 711 p. Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=600709.

66. Grajzl P. Allocating lawmaking powers: Self-regulation vs government regulation / P. Grajzl, P. Murrell // J. of Comparative Economics. 2007. - 35. - P. 520-545.

67. Grajzl P. Industry self-regulation, subversion of public institutions, and social control of torts. / P. Grajzl, A. Baniak // International Review of Law and Economics. 2009. - 29. - P. 360-374.

68. Hagerman R. The Impact of SEC-Required Disclosure and Insider-Trading Regulations on the Bid. Ask Spreads in the Over-the-Counter Market/ R. Hagerman, P. Healy// Journal of Accounting and Public Policy. — 1998. — №11. — p. 233 243.

69. Hardle W. Applied Nonparametric Regression./ W. Hardle // New York: Cambridge University Press. — 1990.

70. Hart O. The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives versus Outside Ownership / O.Hart, J. Moore // Oxford Review of Economic Policy-1996 12-pp. 53-69.

71. Hart O. To regulate finance, try the market / O. Hart, L. Zingales // 2009. Электронный ресурс: http://faculty.chicagobooth.edu/luigi. zingales/research/papers//toregulatefmancetry themarket.pdf.

72. Heremans D. Regulation of banking and financial markets / D. Heremans // Regulation of Banking and Financial Markets. 5850 -pp. 950-983.

73. Heritier A. Self-regulations by associations: Collective Action Problems in European Enviromental regulation. / A. Heritier, S. Eckert // EUI Working paper RSCAS. 2008 . - 26. - 15 p.

74. HM Treasury A new approach to financial regulation: building a stronger system. — 2011 Электронный ресурс: http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consultnewfinancialregulationl 70211 .pdf.

75. ICS A (International Council of Securities Associations). Self-Regulation in Financial Markets: An Exploratory Survey. / ICS A // — 2006 . — 34 p. Электронный ресурс: http://www.icsa.bz/pdf/Self-Regulation Financial Markets.pdf.

76. International Council of Securities Associations. Best Practices for Self-Regulatory Organizations. — 2006. Электронный ресурс: http://www.icsa.bz/html/statementsandletters.html.

77. International Securities Exchange. Regulatory Reform for the U.S. Financial Markets Proposal. 2009. Электронный ресурс: http://www.ise.com/assets/files/aboutise/ISEProposalforUSFina ncialMarketRegulatoryReform.pdf.

78. IOSCO. Model for Effective Self-regulation. / The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) // United nations conference on trade and development. — 2007 . — 16 p.

79. IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation /IOSCO // 1998.-67 p.

80. IOSCO. Regulatory issues arising from exchange evolution final report. — 2006. — 42 p. Электронный ресурс: http://www.cnmv.es/publicaciones/IOSCOPD225.pdf.

81. Jabeur К. A collective choice method based on individual preferences relational systems/ К Jabeur, J.—M. Martel // European Journal of Operational Research. Vol. 177.-2007-pp. 1549-1565.

82. Jackson A. Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence /А. Jackson, E.Howell Roe, J. Mark // Journal of Financial Economics. — Harvard Public Law Working Paper No. 0-28.-2009.-Vol. 93 61p.

83. Jackson H.E. The Impact of Enforcement: A Reflection. — 2008. Электронный ресурс: http://www.pennumbra.com/responses/02-2008/Jackson.pdf.

84. Jackson H. E. Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications / H.E. Jackson // Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. — 2008. —Paper 521.

85. Jackwerth J. Recovering Risk Aversion from Option Prices and Realized Returns / J. Jackwerth // Review of Financial Studies. — 2000, — 13, No. 2, —P. 433-451.

86. Jiang G. Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools / G. Jiang, P. G. Mahoney, J. Mei // J. of Financial Economics. -2005 .- 35 p.

87. Karmel R. S. Is the Financial Industry Regulatory Authority a Government Agency? / R. S. Karmel // Brooklyn Law School. — Legal Studies Paper No. 86. 2007 . - 65 p.

88. Karmel R. S. Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations be Considered Government Agencies? / R. S Karmel. // Stanford Journal of Law, Business, and Finance. Brooklyn Law School Legal Studies Paper-2008 - No. 86. -67 p.

89. Karmel R. S. The Once and Future New York Stock Exchange: The Regulation of Global Exchanges. / R. S. Karmel // Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law. — Legal Studies Paper No. 70,- 2007 .- 61 p.

90. Karmel R. S. Turning seats into shares: implications of demutualization for the regulation of stock and futures exchanges. / R. S. Karmel // AALS Meeting. 2001. - 66 p.

91. Karmel S. Securities Industry Self-Regulation — Tested by the Crash./ S. Karmel // 45 Wash. & Lee L. Rev. № 1297. - 1988. - 24 p.

92. Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M.: The Worldwide Governance1.dicators Methodology and Analytical Issues. Policy Research Working Paper. No. 5430. — 2010. Электронный ресурс: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1682130.

93. Kocherlakota N. Taxing Risk and the Optimal Regulation of Financial Institutions / Economic Policy Paper 10-3 Federal Reserve Bank of Minneapolis. — 2010.

94. Kullback S. On Information and Sufficiency / S. Kullback, R.A. Leibler. // Annals of Mathematical Statistics. — 1951. — 22 (1)— P.79-86.

95. Kuritzkes A. Markets are the best judge of bank capital. /А. Kuritzkes, H. Scott // Financial Times. 2009.

96. La Porta R. Investor Protection and Corporate Valuation/ R. La porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny// Journal of Finance, American Finance Association.—2002 —vol. 57(3).—pp. 1147-1170.

97. La Porta R. Law and finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer //Journal of Political Economy. —1889. — Vol.106. —Issue 6, —P. 1113-1155.

98. La Porta R. Legal determinants of external finance. / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer //Journal of Finance. — 52(3). — P. 1131-1150.

99. Laffont J.J. The Theory of Incentives. The principal agent model. / J.J. Laffont, D. Martimort// Princeton university press. — 2002. — 421p.

100. Langevoort D. С. The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets / D. C. Langevoort // Georgetown Law and Economics Research Paper Series — 2009—September — pp. 1025-1083.

101. Lee R. The Governance of Financial Market Infrastructure. / R. Lee // Oxford Finance Group. — 2010. — 569 p.

102. Listokin S. R. Can the Derivatives Market Self-Regulate? Evidence from OTC Derivatives Confirmations. 2009—November 4. Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract= 1499964.

103. Llewellyn D. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues/ D. Llewellyn // World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington DC. — 2006.

104. Lo A. W. Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008. — 2009. — Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract= 1398207.

105. Lofchie S. Securities self-regulatory organizations. / S. Lofchie, M. Messulan// Cadwalader, USActive 14873362.1-2008. 7 p. Электронынй ресурс: http://www.cadwalader.com/assets/article/ /O5OlO8LofchieMessulanSelfRegOrg.pdf.

106. Lofchie S. The Future of Financial Regulation: Meet the New Regulators, Better Than the Old Regulators/ S. Lofchie //. Cadwalader, Wickersham & Taft LLP —2009.— January.— 29p.

107. Macey J.R. Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective/ J.R. Macey, M.O'Hara //The Journal of Legal Studies. —1999. — Vol. 28. — Issue 1 — P. 17-54.

108. Mahoney P. G. Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds / P. G. Mahoney // Journal of Economic Perspectives.— Spring 2004 — 18 (2)-pp. 161-182.

109. Mahoney P. G. The Political Economy of the Securities Act of 1933 / P. G. Mahoney// UVA Law School, Legal Studies Working Paper—2000. — No. 00—11. Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=224729.

110. Mahoney P.G. Public and Private Rule Making in Securities Markets / P.G. Mahoney // Policy Analysis. —2003. — No. 498. — P. 1-16.

111. Malkiel B. G. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics / B. G. Malkiel // Journal of Economic Perspectives — Volume 17, Number 1—2003. — P. 59-82.

112. Maxwell J. W. Self-Regulation and Social Welfare: The Political Economy of Corporate Environmentalism. /J. W. Maxwell, T. P. Lyon, S. C. Hackett// Journal of Law and Economics. — 2000. — Vol. 43, No. 2 . -pp. 583-617.

113. Miller G. Probability density estimation using entropy maximization. / G. Miller, D. Horn // Neural Comput.-vol. 10 —№ 7.-1998 pp. 1925-1938.

114. Morley J. D. and Romano R. The Future of Financial Regulation/ J. D. Morley, R. Romano // Yale Law & Economics Research Paper No. 386.-2009.

115. Myslivecek J. Comparing Certification and Self-regulation. / J. Myslivecek // CERGE-EI. 2008. - 42 p.

116. NASD Restructuring Wins in Landslide Vote of the Members Электронный ресурс: http://www.fmra.org/Newsroom/

117. N ewsReleases/2000/P011378.

118. Nunez, J. Can self regulation work?: a story of corruption, impunity and cover-up. / J. Nunez // Journal of Regulatory Economics. — 2007. — Vol.31. —PP. 209-233.

119. Oesterle D. A. Securities Markets Regulation Time to Move to a Market-Based Approach / D. A. Oesterle // Policy Analysis—2000—June — No. 374.

120. Ogus A. Rethinking Self-Regulation / A. Ogus // Oxford Journal of Legal Studies-Vol. 15-No. 1 1995 -pp. 97-108.

121. Omarova S. T. Rethinking the Future of Self-Regulation in the Financial Industry. / S. T. Omarova //Brooklyn Journal of International Law-Vol. 35-No. 3.-2010-p. 665.

122. Omarova S. T. Wall Street as Community of Fate: Toward Financial Industry Self-Regulation / S.T. Omarova// University of Pennsylvania Law Review. — 2011. — Vol. 159, p. 411 Электронный ресурс: http ://ssrn.com/abstract= 1747853.

123. Palazzo G. Conflicts of Interest in Financial Intermediation. /G. Palazzo, L. Rethel// Journal of Business Ethics. — 2008. — August. — 81 (l).-p. 193-207.

124. Pan E. J. Structural Reform of Financial Regulation. / E. J. Pan // Cardozo Legal Studies Research Paper.— No. 250. — 2009. — January Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=1333385.

125. Parker C. Self-Regulation and the Not-for-Profit Sector. / C. Parker // Melbourne Law School. — 2009. — February.— Legal Studies Research Paper. —No. 372. — 28 p.

126. Paulson H. M. Blueprint for a modernized financial regulatory structure. / H. M. Paulson, R. K. Steel, D. G. Nason // The Department of the Treasury. 2008. - March. - 218 p.

127. Pelaez C.M. Regulation of banks and finance: theory and policy after the credit crisis/ C.M. Pelaez C. A. Pelaez N.Y.:Palgrave Macmillan,2009.-288р.

128. Persaud A. Macro-Prudential Regulation In Financial Markets, ECMI Commentaries. /А. Persaud// —2009.—August.— 9p.

129. Pincus S. M. Approximate entropy as a measure of system complexity / S. M. Pincus // Proc. Natl. Acad. Sci. U. S. A. —1991 — 88-P. 2297-2301.

130. Pincus S. M. Randomness and degrees of irregularity Proc / S. M. Pincus, В. H. Singer// Natl. Acad. Sci. U. S. A. -1996. 93. - P. 2083-2088.

131. Pirrong S. The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation. / S. Pirrong // Journal of Law and economics-vol. XXXIII 1995 -pp. 141-207.

132. Pirrong C. A Theory of Financial Exchange Organization / С. A Pirrong //Journal of Law and Economics. — 2000. — Vol. 43, — No. 2 — pp. 437-472.

133. Prentice R. Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals For Its Future / R. Prentice // 51 Duke L. J—2002—02. pp. 1397-1500.

134. Priest M. The Privatization of Regulation: Five Models of Self-Regulation / M. Priest // Ottawa Law Review. — vol. 29-1997-1998 pp. 233-316.

135. Principles of Financial Regulation Reform: A Model for change. Электронный ресурс: http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/press/news/invest-coф/flnancial-regulation-reform.pdf.

136. Pritchard A. C. Self-regulation and securities markets: securities exchanges can police market abuses if government provides them the needed tools. / A. C. Pritchard // Regulation 2003. - pp. 32-39.

137. Reiffen D. Demutualization and Customer Protection at Self-Regulatory Financial Exchanges / D. Reiffen, A.Michel A. // Journalof Futures Markets, Forthcoming; EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper—2009. 42p.

138. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7 April 2008. Электронный ресурс: www.financialstabilityboard.org/publications/r0804.pdf.

139. Report Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934 Regarding the NASD and the NASDAQ Market. — 1995.

140. Report Pursuant To Section 21(A) of the Securities Exchange Act of 1934 Regarding the NASD and the NASDAQ Market. —1996. — Exchange Act Release No. 37.

141. Risso W. The Informational Efficiency and the Financial Crashes / W. Risso // Research in International Business and Finance. —2008. — Vol. 22- pp. 396-408.

142. Rodriquez S. Self-Regulation as a Regulatory Strategy: The Italian Legal Framework. / S. Rodriquez // Utrecht Law Review. — 2007. — Vol. 3-No. 2.-pp. 140-156.

143. Rose C. The Challenges of Quantifying Investor Protection in a Comparative Context, European Business Organization / C. Rose // Law Review—№8—2008.—pp. 369-400.

144. Schneider J. Dodd Frank Act Will Transform the Investment Management Industry in Coming Years / Ою Schneider // Harvard Business Rev. —2001. Электорнный ресурс: http://www.hblr.org/2011/07/investment-mgmt/.

145. Schwarcz S. L. Financial Industry Self-Regulation: Aspiration and Reality. / S. L. Schwarcz // University of Pennsylvania Law Review.— PENNumbra.-2011.-pp. 293-302.

146. Schwarcz S.L. Objectives, Outcomes and Performance Measures in Securities Regulation / S.L. Schwarcz // A Research Study for the Expert Panel on Securities Regulation in Canada. —2006. — p. 64.

147. Schwarz R. Market structure and statistics: getting the whole picture? / R. Shwarz, R Hazard //FOCUS. Thy monthly newsletter of regulated exchanges, with key market figures. — 2008. — November. — № 189.- 106 p.

148. Seligman J. Cautious Evolution or Perennial Irresolution: Stock Market Self-Regulation During the First Seventy Years of the Securities and Exchange Commission— 59 BUS. LAW. 2004. -1347p.

149. Seligman J. The SEC in a time of discontinuity./ J. Seligman // Virginia Law Review 95(4).- 2009 - pp.667-683.

150. Sen A.K. Choice functions and revealed preference. /А.К. Sen // Review of Economic Studies — 38.-1971 — pp.307-317.

151. Shefrin H. A Behavioral Approach to Asset Pricing. / H. A Shefrin //Academic Press. — 2008. — Ch. 12.

152. Sherwin E. The Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Lessons from the SEC's Stalled Mutual Fund Reform Effort. / E. Sherwin // Stanford Journal of Law, Business, and Finance. — 2006 . -Vol. 12, No. 1- 60 p.

153. Shleifer A. Understanding Regulation. / A. Shleifer // European Financial Management — Vol. 11 —No. 4 — 2005.— pp.439-451.

154. Siems M. M. The Foundations of Securities Law / M. M. Siems // Journal of Financial Economics.—2008.— 75.—pp. 319—359. Электронный ресурс: http://ssrn.com/abstract=T089747.

155. Silverman B.W. Density Estimation for Statistics and Data Analysis / B.W. Silverman // London: Chapman & Hall/CRC. —1998

156. Simmons B. International law as a Mechanism of Global Governance: Empirical Evidence and Normative Implications. / B. Simmons // Электронный ресурс: http://www.princeton.edu/~pcglobal/ /conferences/normative/papers/Session6Simmons.pdf.

157. Slavov S.T. Manipulation, monopoly, and the Chicago Board of Trade's transition from self-regulation to government regulation. — 2001.

158. Spence D. B. The new political economy of regulation: looking for positive sum change in a zero sum world. / D. B. Spence, L. Gopalakrishnan// Working Paper. -990415,- 1999.- 27 p.

159. Stefanadis C. Self-Regulation, Innovation, and the Financial Industry / Stefanadis C. // J. of Regulatory Economics. 2003. - 23:1. - p. 5-25.

160. Stiglitz J. Regulation and Failure / J. Stiglitz // New Perspectives on Regulation. Cambridge, MA; The Tobin Project. — 2009. — P. 11-23.

161. Subhashish S. Stock Exchange Demutualization and Self Regulation./ S. Subhashish // Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper. . — 2006. — January. — 12 p.

162. Vasicek O. A Test for Normality Based on Sample Entropy. /О. Vasicek // Journal of the Royal Statistical Society. Series В (Methodological).—Vol. 38-No. 1.-1976-pp. 54-59.

163. Verret J.W. A Self-Regulatory Proposal for the Hedge Fund Industry/ J.W. Verret // Administrative & Regulatory Law News. 2008. - Vol. 33,-№2, —P. 8.

164. Weston J.P. The Competition on the Nasdaq and the Impact of Recent Market Reforms / J.P. Weston // Journal of Finance.-2000-December.-55 2565-2598.

165. What does regulatory reform mean for your business? FSA regulatory reform Электронный ресурс: http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/ What/regreform/index.shtml.

166. World federation of exchanges. 10 Years in Review (2000—2009) Электронный ресурс: http://world-exchanges.org/files/file/10%20 Year%20Review%2020002009.pdf.

167. World federation of exchanges. 2009 Market Highlights.

168. Электронный ресурс: http://world-exchanges.org/files/file/ /2009%20Market%20Highlights.pdf.170. www.worldbank.org/governance/wgi/index.asp.

169. Zingales L. The Costs and Benefits of Financial Market Regulation / L. Zingales // Law Working Paper. — 2004. — April. — 57 p.

170. Zingales L. The Future of Securities Regulation. / L. Zingales // Chicago Booth School of Business. — Working Paper. — No. 08—27. -49 p.