

Коваль О.П.,

кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник відділу
економічної та соціальної стратегії
Національного інституту стратегічних досліджень

ДЕЯКІ АСПЕКТИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ В УКРАЇНІ

Проаналізовано переваги й недоліки можливих шляхів і підходів до розв'язання проблеми недостатньої незалежності регуляторів фінансового сектору.

The article is devoted to analysis of advantages and lacks of possible ways and approaches in the solution of the problem of insufficient independence of regulators in financial sector.

Ключові слова: ринок фінансових послуг, регулювання й нагляд, мегарегулятор.

Фінансова криза наочно довела недосконалість фінансової системи України щодо регулювання та нагляду за фінансовими установами, яким не вдалось уникнути надмірних ризиків, що ледь не призвело до дестабілізації вітчизняної фінансової системи. Сьогодні уроки кризи аналізуються в усьому світі, у тому числі й у контексті реформування систем регулювання та нагляду. Наявність безлічі думок, відсутність єдиного підходу до побудови державної політики та універсальних рекомендацій лише підкреслюють актуальність даної проблеми.

На початку 2010 року НБУ оприлюднив документ¹ (далі — Консультації), в якому на широке обговорення був винесений комплекс проблем щодо підвищення якості регулювання та нагляду за вітчизняним фінансовим сектором, визначення чинників, які зумовлюють неефективність дій органів регулювання та нагляду, окреслення шляхів нейтралізації або зменшення їх негативного впливу, а також можливих напрямів реалізації фінансової політики. У ньому наводиться перелік переваг і недоліків імовірних варіантів підвищення ступеня незалежності регуляторів фінансових установ та розв'язання проблеми відсутності органу, який би відповідав за розробку політики фінансового сектору. У його вступній частині підкреслюється, що запропоновані підходи мають дискусійний характер, а відтак, вимагають подальшого ретельного опрацювання. Отже, метою даної статті є пошук у межах запропонованої дискусії можливих шляхів та підходів до вирішення проблеми недостатньої незалежності регуляторів фінансового сектору. Цей аспект автори Консультацій цілком слушно виділили як окрему складову проблеми підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором. При цьому незалежність аналізується у трьох аспектах: інституційному (відокремленість регуляторного органу від впливу

¹ Національний банк України. Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні: [Електр. ресурс]. — <http://www.bank.gov.ua/Publication/others.htm>.

виконавчої та законодавчої гілок влади), операційному (наявність особливого статусу, який забезпечує автономію при встановленні пруденційних правил і нормативів) та фінансовому (механізми формування бюджету регулятора).

Автори Консультацій пропонують чотири варіанти вирішення окресленої проблеми:

Варіант 1. Подальша розбудова існуючих регуляторів (Національного банку України, ДКЦПФР і Держфінпослуг) шляхом посилення їх незалежності.

Варіант 2. Створення окремого мегарегулятора.

Варіант 3. Створення мегарегулятора при Національному банку України.

Варіант 4. Запровадження діяльності двох окремих органів регулювання та нагляду (модель “twin peaks”).

Наведений у Консультаціях перелік переваг і недоліків кожного із запропонованих варіантів, на нашу думку, є цілком слушним, але не дає змоги знайти остаточного зваженого рішення цієї вкрай важливої для фінансової системи України проблеми. Регуляторна система вітчизняного фінансового сектору формувалась еволюційним шляхом. Спочатку був створений НБУ як регулятор банківських установ, потім ДКЦПФР як регулятор професійних учасників фондового ринку. В останню чергу було створено Держфінпослуг, у сферу впливу якого за остаточним принципом потрапили всі інші фінансові установи. З певними застереженнями можна стверджувати, що на сьогодні в Україні за критерієм “об’єкт регулювання” склалася змішана модель із переважним ухилом у бік функціональної ознаки (тобто ознакою підвідомчості регулювання є не інститут, а вид діяльності. Так, наприклад, діяльність банку на ринку цінних паперів регулює ДКЦПФР, те саме стосується й адміністраторів недержавних пенсійних фондів при проведенні ними діяльності з управління активами).

Аналіз запропонованих авторами Консультацій варіантів дає змогу зробити висновок, що третій і четвертий є певними модифікаціями другого, оскільки також пропонують створити мегарегулятор. (Зазвичай у світі під мегарегулятором розуміють модель об’єднаного чи інтегрованого нагляду за фінансовим сектором. Така модель діє приблизно у 50 країнах, як розвинутих, так і таких, що розвиваються. За формальними ознаками мегарегулятором стає спеціалізована держустанова, уповноважена регулювати не менше двох із трьох категорій фінансових посередників². Модель “twin peaks” передбачає розширення переліку функцій НБУ, зокрема, регламентування повноважень щодо регулювання та нагляду за небанківськими фінансовими установами.) Фактично, автори першими порушили питання доцільності існування мегарегулятора, а в разі позитивної відповіді — питання подальших концептуальних засад його створення.

Слід визнати, що у світі існує практика створення у різні роки мегарегуляторів або, як мінімум, об’єднання функцій декількох органів, що регулюють діяльність

² <http://delo.ua/ekonomika/makroekonomika/v-ukraine-edinyj-finansovij-megareguljator-109098/>

на фінансових ринках. Як приклади можна навести Норвегію (1986), Канаду (1987), Данію (1988), ПАР (1990), Швецію (1991), Угорщину (1996), Великобританію (1997), Японію (1998), Корею (1998), Австралію (1998), Ісландію (1999). Але разом із тим можна стверджувати, що скільки країн — членів ЄС, стільки і структур фінансового регулювання, які відрізняються одна від одної. Так, “повністю інтегровані мегарегулятори існують у трьох країнах, у двох регулювання в основному сконцентроване в одному інституті, в одній існує конфедеральна система, в шести країнах — структура регулювання, що складається з трьох відомств, а в двох — існуюча система перебуває у процесі реформування”³.

До переваг створення мегарегулятора у тій чи іншій формі автори Консультатій відносять: закріплення за ним відповідальності за розробку політики фінансового сектору, запровадження консолідованого нагляду за фінансовими установами, створення єдиної бази даних фінансових установ, спрощення (уніфікація) звітності та зменшення її обсягів, ефективніше використання ресурсів (фінансових, людських), вироблення уніфікованого підходу до регулювання та нагляду за фінансовими установами.

Деякі з наведених переваг, наприклад створення єдиної бази даних фінансових установ, на нашу думку, можна відносно просто реалізувати адміністративним шляхом. Доцільність використання уніфікованого підходу, зокрема, до регулювання та нагляду за ломбардами і фондовими біржами викликає певний сумнів через специфіку їхньої діяльності. Запровадження консолідованого нагляду за фінансовими установами зовсім не обов'язково веде до поліпшення якості такого нагляду.

Під великим питанням також залишається ефективність використання фінансових і людських ресурсів. В українських реаліях злиття будь-яких відомств швидше за все призведе до послаблення регулювання та нагляду на окремих сегментах. За умови гострої нестачі кваліфікованих кадрів реорганізація неминуче призведе до їх ротації на 1,5—2 роки, що, у свою чергу, послабить нагляд за фінансовими установами. Наслідком стануть нестабільність штатів і повноважень, зниження контролю. Поточним завданням буде віддаватися перевага над перспективними. Для такого слабкого фінансового ринку, як вітчизняний, кінцевим наслідком перехідного періоду стане уповільнення його розвитку. Таким чином, наведений у Консультаціях узагальнений перелік переваг створення мегарегулятора при ближчому розгляді вже не здається абсолютно безспірним.

У цілому дискусія стосовно доцільності створення мегарегулятора є поодиноким випадком загального управлінського завдання з розв'язання суперечності між кооперацією (централізацією) і спеціалізацією. Досвід пострадянського, і особливо радянського, періодів господарювання наводить безліч прикладів того, що таке надмірна централізація управління і до яких наслідків вона веде. Як аргументи “за”

³ *Рот А. и др. Основы государственного регулирования финансового рынка / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин, Р. Бернхард. — М.: ЮД “Юстицинформ”, 2002. — 411 с.*

прихильники централізації зазвичай наводять економію витрат, ліквідацію підґрунтя для конфлікту інтересів, оптимальний розподіл регулятивного ресурсу. Однак при детальному розгляді саме вони перетворюються на аргументи “проти” й навпаки. У нашій ситуації всі ці міркування набувають сенсу тільки в одному випадку — коли пропонувані заходи йдуть на користь ринку.

Слід пам'ятати, що самі по собі регулювання та нагляд за фінансовим сектором є не самоціллю, а лише інструментом, який повинен слугувати досягненню кінцевої мети: захисту інвестора (в широкому розумінні цього терміна — власника тимчасово вільних коштів), особливо недосвідченого, від надмірних системних операційних ризиків, які генеруються на фінансовому ринку. Відтак, доцільність чи недоцільність створення мегарегулятора має визначатися станом об'єкта регулювання, тобто фінансового ринку; саме останнє є головним показником необхідності переходу від функціонального (секторального) регулювання до мегарегулювання.

У загальному випадку можна стверджувати, що вагомими причинами створення мегарегулятора стають: утворення *фінансових конгломератів*, які постачають на ринок фінансові продукти з різних секторів фінансового ринку (банками — страхових та фондових, страховими компаніями — банківських тощо) та універсалізація *фінансових продуктів* (інструментів). Як результат, виникають запитання: чи існують в Україні економічні підвалини для створення мегарегулятора? чи існує такий ступінь переплетіння ринкових ніш та універсалізації інструментів, за якого перехід до мегарегулювання був би виправданий?

Фінансові конгломерати (великі диверсифіковані фінансові інститути та групи) — структури, які внаслідок лібералізації ринку об'єднують у собі багато видів фінансової діяльності. Наприклад, у Великобританії фінансовий конгломерат може отримати ліцензію на залучення депозитів, страхування, професійну діяльність із цінними паперами, корпоративне фінансування, управління фондами. Тобто функціональна ознака (зв'язок між юридичною особою та видом фінансової послуги, яку вона надає) майже зникає.

Слід зазначити, що особливо швидко процес стирання меж між операціями банків і небанківських фінансових інститутів почав розвиватись у Великобританії порівняно недавно, у середині 1980-х років. Цілком природно, що у цьому випадку виникають певні труднощі в регулюванні та нагляді за функціональною чи секторальною ознакою, оскільки така структура регулювання не відповідає структурі ринку (збільшується кількість узгоджень, каналів комунікацій та координації між регуляторами).

Відповідно до чинної законодавчо-нормативної бази України переважна більшість видів діяльності на фінансовому ринку є винятковими, тобто не можуть поєднувати в собі інші види діяльності. Так, наприклад, страховим компаніям не дозволяється надавати послуги на ринку цінних паперів, тоді як учасники фондового ринку не можуть залучати депозити і надавати кредити тощо. Єдиними квазіуніверсальними структурами, які можуть поєднувати послуги із залучення та

розміщення коштів з послугами фондового ринку (діяльність торгівця цінними паперами, реєстратора, зберігача), є банки. Але жодний із них, і це важливо, не має на сьогодні не тільки домінуючої, а й просто значущої частки на суміжних небанківських фінансових сегментах. Послуги ж страхового ринку надають виключно страхові компанії, з недержавного пенсійного забезпечення — професійні адміністратори тощо. Отже, універсальність присутності установ на різних сегментах ринку фінансових послуг у рамках однієї юридичної особи обмежена в Україні на законодавчо-нормативному рівні.

Безперечним є те, що поширеною практикою останніх років стало створення фінансово-промисловими групами конгломератів фінансових установ, як правило, під егідою банку. Такі конгломерати мають у своєму складі афілійовані структури, які можуть надавати всі або майже всі послуги на фінансовому ринку. Діяльність таких структур здебільшого має кептивний характер, тобто є суворо підпорядкованою внутрішнім інтересам групи. Але якщо такій структурі вдається зайняти певну частку на роздрібному ринку, тобто вона набуває ринкової вартості, зазвичай її вже не використовують у різного роду “сірих” схемах, оскільки вона стає “куркою, що несе золоті яйця”.

Фінансові продукти (інструменти), зокрема структуровані, виконання зобов'язань за якими забезпечене іншими фінансовими продуктами (наприклад, кредитні дефолтні свопи, депозити, чия дохідність прив'язана до фондового індексу, віатикальні контракти, нарешті, іпотечні облігації та сертифікати), не набули в Україні значного поширення. На нашу думку, для сучасного стану розвитку вітчизняного фінансового ринку відсутність таких інструментів є скоріше перевагою, ніж недоліком. Оскільки на ринку ще не сформувалися фінансово потужні структури, здатні протистояти ринковим коливанням фінансових активів, наявність складних структурованих фінансових інструментів може бути додатковим дестабілізуючим фактором. А в контексті запропонованої тематики відсутність таких інструментів є вагомим аргументом проти створення мегарегулятора.

На сьогодні в Україні кожний регулятор відповідає за стан справ і розвиток свого сектору фінансового ринку, і ці сектори зазвичай не перетинаються. Такий підхід створює умови для цілеспрямованого впливу на розбудову конкретного сектору і, що важливо, окреслює коло відповідальності. Існує велика міра ймовірності, що в разі укрупнення регулятора обсяги зусиль, спрямованих на регулювання певного сектору (підсектору), істотно скоротяться.

Автори Консультацій цілком слушно акцентують увагу на існуванні проблем у комунікаціях та низькому рівні координування дій органів існуючих регуляторів. Яскравим прикладом стала заборона на дострокове розірвання банківських депозитів (у тому числі й депозитів фінансових інститутів) восени 2008 року. Керуючись благими намірами щодо забезпечення стійкості банківської системи, НБУ поставив у скрутне становище ряд недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування і страхових компаній, ліквідність яких значно знизилася.

У цілому не йдеться про доцільність чи недоцільність такого підходу. Безумовно, банківська система обтяжена значно більшими ризиками, ніж небанківські фінансові установи. Але, очевидно, що якби інтереси регулятора не були вузьковідомчими, можна було б знайти компромісні шляхи розв'язання проблеми, які запобігли б зниженню довіри населення до інституційних інвесторів. Координування діяльності регуляторів, подолання фрагментарності регулятивної бази та відмінностей у підходах до регулювання в цілому можуть здійснюватися (за наявності волі уряду) в межах міжвідомчих комісій, робочих груп, нарешті, спеціально створеної національної ради з фінансового ринку.

Серед головних аргументів на користь створення мегаструктури зазвичай наводять такі: підвищення ефективності аналізу шоків, що впливають на фінансову систему в цілому, запровадження уніфікованого підходу до регулювання та нагляду, підвищення відповідальності, скорочення витрат держави завдяки економії на масштабах тощо. При цьому слід мати на увазі, що вказані ефекти та наслідки самі по собі є доцільними, корисними і вірогідними, однак зовсім не гарантованими. Їх практичне втілення великою мірою залежить від інституційних засад, що можуть бути закладені в майбутню законодавчу базу функціонування, і особливо від досвіду, професіоналізму та чесності топ-менеджменту майбутньої мегаструктури. А ось негативні наслідки реорганізації, такі як тимчасова неідеальність мегарегулятора впродовж перехідного періоду, зниження ефективності регулювання та нагляду за небанківськими фінансовими установами (наслідком чого буде зниження рівня захисту прав інвесторів) і збільшення навантаження на держбюджет через фінансування розробки законодавства та організаційних змін, є неминучими. Крім того, у кризових умовах масштабна реорганізація, яка здійснюється поза контекстом загального плану фінансових реформ, спрямованих на стабілізацію фінансового ринку, здатна загальмувати розв'язання інших, більш гострих проблем.

При розгляді ідеї створення мегарегулятора в Україні слід брати до уваги ще один аспект. На думку експертів, важливими є не тільки і не стільки повноваження майбутньої структури, скільки її підпорядкованість і підзвітність. Прийняття остаточного рішення великою мірою залежатиме від того, хто буде куратором новоствореного гіганту — президент, парламент чи уряд. А це питання не економічне і не апаратно-адміністративне, а суто політичне. Іншими словами, розв'язання проблеми недостатньої незалежності регуляторів фінансових послуг через створення мегаструктури з відповідним правовим статусом є можливим, але дещо передчасним. Кращим варіантом, на нашу думку, є подальша розбудова існуючих регуляторів шляхом посилення їх незалежності. Конкретними заходами у цьому напрямі можуть стати такі.

1. Закріплення на законодавчому рівні норм щодо призначення на сім років і звільнення перших осіб регуляторних структур більшістю конституційного складу Верховної Ради України за поданням Президента України. Це слугуватиме

убезпеченню керівництва органів від загроз необґрунтованого звільнення внаслідок тиску політичних і бізнесових структур.

2. Встановлення додаткових кваліфікаційних вимог до Голови і членів Правління НБУ, Голів і членів комісій, зокрема, стосовно досвіду роботи на відповідних ринках і професійної репутації. Це сприятиме підвищенню професійного рівня, компетентності та доброчинності відповідних посадових осіб, запобігатиме прийняттю недостатньо зважених рішень, здатних зашкодити інтересам ринку.

3. Запровадження ефективних механізмів підзвітності регуляторів перед Верховною Радою та Урядом України. Це забезпечуватиме необхідний ступінь транспарентності діяльності регуляторних структур.

4. Розробка і прийняття на державному рівні Стратегії комунікацій регуляторів, яка передбачатиме створення спільних органів регуляторів (колегій, міжвідомчих комісій, робочих груп тощо), взаємне узгодження політик і заходів щодо їх реалізації, створення загальних концепцій та поглядів на модель і програму розвитку фінансового сектору в Україні. Окремо передбачатимуться схеми обміну інформацією, створення єдиної (спільної) бази даних, поточного аналізу системних ризиків, поінформування щодо підходів регулювання, розробки та узгодження професійних стандартів тощо.

Виходячи з проведеного нами аналізу можна зробити такі висновки. Аргументи стосовно доцільності створення мегарегулятора та його ефективності далеко не в усіх випадках є достатньо переконливими. Сама концепція мегарегуляції ринку фінансових послуг має як прихильників, так й противників, навіть у тих країнах, де її запроваджено на практиці. Але більшість експертів сходяться у тому, що такий крок є не самоціллю, а має бути адекватною реакцією на виклики ринку, який сягнув певного ступеня свого розвитку.

Крім іншого є наявність потужних універсальних фінансових структур, які займають значні частки на суміжних сегментах, та структурованих фінансових інструментів. На сьогодні обидві ознаки в Україні відсутні. Отже, з урахуванням вітчизняних реалій напрямами розбудови фінансового сектору в середньо- та довгостроковій перспективі слід вважати:

1) подальший розвиток ринку фінансових послуг шляхом запровадження нових фінансових інструментів та механізмів вільного перерозподілу коштів, удосконалення системи захисту інвесторів та розкриття інформації;

2) подальшу розбудову існуючих регуляторів (НБУ, ДКЦПФР, Держфінпослуг) шляхом підвищення їх незалежності, прозорості та підзвітності. Окремим напрямом є поліпшення взаємодії та координації їх діяльності з метою моніторингу системних фінансових ризиків і вироблення узгоджених стратегій і тактики регулювання фінансових ринків.