

УДК 336.76

Калашник І. О.

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

ІМПЛЕМЕНТАЦІЯ ЗАРУБІЖНОГО ДОСВІДУ РЕГУЛЯЦІЇ
РИЗИК-МЕНЕДЖМЕНТУ В ТОРГІВЛЮ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

Стаття присвячена дослідженню можливостей та напрямів впровадження зарубіжного досвіду в регуляцію управління ризиками компаній, що займаються торгівлею цінними паперами. Проаналізовано відповідність наявного вітчизняного нормативно-правового забезпечення кращим іноземним практикам. Наведено потенційні напрями розвитку регулювання ризик-менеджменту та найбільш перспективні інструменти, впровадження яких в Україні дасть змогу підвищити рівень захисту прав інвесторів та знизити системний ризик.

Ключові слова: брокер, дилер, кредитний ризик, операційний ризик, ризик ліквідності, ринковий ризик, стрес-тестування, торговець цінними паперами.

Постановка проблеми. Фондовий ринок є однією з ключових складових сучасної ринкової економіки, адже саме на ньому відбувається перерозподіл фінансових ресурсів. Проте безпосередньо фізичні та юридичні особи здійснювати торгівлю фінансовими інструментами на ньому, як правило, не можуть навіть в умовах широкого використання сучасних торговельних платформ. У ролі посередників виступають професійні учасники фінансового ринку, які в Україні мають назву «торговці цінними паперами». Їх роль не можна звести лише до виставлення заявок клієнтів на ринок, адже насправді спектр послуг торговців цінними паперами набагато ширший. Він може включати навіть своєрідну форму кредитування клієнтів, а саме маржинальну торгівлю. Відповідно, підходи до управління ризиками торговців цінними паперами мають бути зваженими, надійними та ефективними.

Незважаючи на досить значну кількість брокерів та дилерів в Україні, вітчизняний ринок нині є не дуже розвиненим. Заслужовує на увагу зарубіжний досвід організації управління ризиками торговців цінними паперами, а також можливості його використання в Україні. Особливої актуальності це набуває у зв'язку з наближенням впровадження обов'язкового накопичувального рівня пенсійної системи, що може мати наслідком значний притік коштів на фінансовий ринок. За таких умов надійність та, відповідно, система ризик-менеджменту торговців цінними паперами набувають особливого значення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вивченням ризиків на вітчизняному фондовому ринку загалом та їх впливу на діяльність торговців цінними паперами зокрема займалась низка дослідників, серед яких можна виділити Є. Боброва, М. Гапонюка, О. Герасименка, Л. Гриценко, К. Іванову, Г. Калача, А. Пересаду, В. Поворозник.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Проте більш детального дослідження вимагає можливість імплементації зарубіжного досвіду регулювання процесів управління ризиками брокерів та дилерів у вітчизняну практику. Особливої актуальності це питання набуває через євроінтеграційні перспективи в Україні, поступову імплементацію низки важливих директив Європейського Союзу у регуляторну модель вітчизняного фондового ринку.

Мета статті полягає у дослідженні доцільності та можливих напрямів впровадження зарубіжного досвіду регулювання ризик-менеджменту торговців цінними паперами в Україні. Для реалізації

мети були поставлені такі завдання: проаналізувати поточний стан нормативно-правового регулювання діяльності торговців цінними паперами в Україні; дослідити основні напрями та аспекти регулювання діяльності брокерів і дилерів на зарубіжних ринках; сформулювати рекомендації щодо імплементації зарубіжного досвіду в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження. В Україні відсутня цілісна концепція регулювання управління ризиками в торгівлі цінними паперами. Окремі її елементи розпорошені по кількох нормативно-правових актах Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Найбільш значущим та системним з них є «Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками» [1].

У ньому визначені основні ризики, з якими мають справу професійні учасники фондового ринку, а також вимоги щодо їх оцінювання та мінімізації. Ці вимоги переважно стосуються розрахунку низки показників та їх порівняння з гранично допустимими значеннями.

У контексті прагнення України до інтеграції у світовий фінансовий ринок особливого значення набуває гармонізація його нормативно-правового регулювання. Перелік ризиків, які визначають згадане вище положення, є досить повним та загалом відповідає міжнародній таксономії. Вказані усі ключові ризики діяльності з торгівлі цінними паперами, які включають ринковий ризик, кредитний ризик, операційний ризик, ризик ліквідності.

Водночас в положенні виділено низку додаткових ризиків, регулювання яких на державному рівні викликає сумніви. До них можна віднести ризик втрати ділової репутації та стратегічний ризик. Наприклад, другий із них, який пов'язаний з можливістю виникнення збитків у результаті прийняття помилкових та неефективних управлінських рішень, навряд чи може бути об'єктом регулювання системи ризик-менеджменту як на внутрішньому, так і на зовнішньому рівнях.

Також у положенні виділено загальний фінансовий ризик (ризик банкрутства), управління яким саме по собі не має сенсу, адже він виникає як наслідок реалізації інших ризиків. Таким чином, виникає враження, що регулятор прагнув прописати в положенні якомога більше ризиків без урахування доцільності та реальних можливостей з управління ними. На нашу думку, зазначення перерахованих вище ризиків є зайвим.

Окрім того, до складу операційного ризику положення входять тільки ризик персоналу, інформаційно-технологічний ризик та правовий

ризик. Проте слід зауважити, що, згідно з рекомендаціями Базельського комітету, сучасна таксономія операційного ризику налічує цілих сім пунктів, серед яких варто назвати внутрішнє і зовнішнє шахрайство, шкоду матеріальним активам, управління виконанням і процесами, клієнтами, продуктами і правилами бізнесу, зупинки і збої бізнесу [2].

На нашу думку, вибір тієї чи іншої класифікації має сенс тільки в контексті імплементації конкретної системи ризик менеджменту, яка буде орієнтуватись на зниження ймовірності реалізації та пом'якшення впливу кожної таксономічної одиниці.

Далі у положенні розглядаються пруденційні нормативи оцінки ризиків у торгівлі цінними паперами, до яких віднесено розмір регулятивного капіталу; нормативи адекватності регулятивного капіталу та капіталу першого рівня; коефіцієнти фінансового левериджу та абсолютної ліквідності.

Ці нормативи спрямовані на те, щоб гарантувати спроможність торговця цінними паперами розрахуватись за своїми зобов'язаннями в разі виникнення проблем. І хоча це є надзвичайно важливим, не можна не відзначити, що аналізу лише цих показників абсолютно недостатньо для контролю ризиків у діяльності брокерів та дилерів.

Для тих торговців цінними паперами, які провадять також депозитарну діяльність, необхідно розраховувати, крім того, коефіцієнт покриття операційного ризику. Він визначається як відношення власних коштів до величини операційного ризику. Визначення останньої дещо відрізняється від рекомендацій Базельського комітету. Положення про пруденційні нормативи пропонує розраховувати величину операційного ризику як 15% від суми середньорічного нетто-доходу компанії за останні 3 роки. Базель II пропонує три методи розрахунку: 15% від суми валового доходу компанії за останні 3 роки; стандартизований підхід, що передбачає використання різних коефіцієнтів залежно від напрямку діяльності; індивідуалізований підхід, який дає змогу компанії застосовувати власний метод оцінювання операційного ризику. Він має відповідати певним вимогам та бути схваленим регулятором. Обов'язковими складовими методу повинні бути врахування внутрішніх (самої компанії) та зовнішніх (за напрямом діяльності) даних щодо обсягів втрат від операційного ризику, аналіз потенційних сценаріїв розвитку подій, а також врахування кон'юнктури ринку та особливостей внутрішньої системи ризик-менеджменту.

Таким чином, підхід вітчизняного регулятора є досить обмеженим. Базовий метод оцінювання та контролю ризику спирається на запропоновані Базелем II підходи, хоча й використовує нетто-дохід, а не валовий, що є менш консервативною оцінкою обсягу потенційних втрат. При цьому інші методи, які могли би дати більш реалістичні оцінки операційного ризику, не застосовуються.

З одного боку, це може бути виправданим, оскільки на ринку наявна досить значна кількість (більше 300 на кінець 2016 року [3]) торговців цінними паперами. Їх більшість не має належної компетенції для застосування більш прогресивних підходів до управління ризиками. Проте для деяких компаній-лідерів ринку це цілком можливо. Тому, на нашу думку, доцільними є розширення переліку методів оцінювання ризиків та дозвіл торговцям цінними паперами розробляти та використовувати власні методи та моделі після схвалення регулятором.

Окрім того, хоча операційний ризик у положенні про пруденційні нормативи віднесений до істотних для торговців цінними паперами, розрахунок коефіцієнта покриття операційного ризику зобов'язані здійснювати лише ті з них, які займаються депозитарною діяльністю. Операційний ризик є одним із найбільш важливих та небезпечних на фінансовому ринку, тому його ігнорування є неприпустимим. Відповідно, цей пруденційний норматив має поширюватись на всі компанії, що займаються торгівлею цінними паперами.

Окрім розрахунку пруденційних нормативів, положення наводить вимоги до внутрішньої системи запобігання та мінімізації впливу ризиків, а також надає рекомендації щодо заходів з пом'якшення впливу і наслідків різних видів ризиків на діяльність профучасників фондового ринку. Окрім того, зазначено періодичність здійснення розрахунку пруденційних показників та їх відповідності нормативам.

Наступним нормативно-правовим актом, що є одним із основних елементів комплексу регулювання ризик-менеджменту в торгівлі цінними паперами, виступає «Положення про здійснення фінансового моніторингу професійними учасниками ринку цінних паперів» [4]. Він спрямований на запобігання відмиванню отриманих злочинним шляхом доходів і фінансування тероризму. Це Положення є складовою комплексу AML/KYC (Anti-money laundering / Know your customer) і може бути включене до системи управління операційним ризиком. Відповідність практики діяльності вітчизняних торговців цінними паперами цьому комплексу має дуже велике значення для процесу інтеграції у світову фінансову систему. Водночас протидія відмиванню доходів є надзвичайно важливою і на внутрішньому ринку. У цьому контексті варто відзначити, що фінансовий моніторинг є обов'язковим із суми в 150 тис. грн. Більшість же рахунків у вітчизняних брокерів є нижчою за цю суму, а тому, можливо, доцільним є зниження порогу. Проте це питання потребує додаткового вивчення та порівняння потенційного ефекту та затрат на реалізацію.

Наступним нормативно-правовим актом, що регулює ризик-менеджмент в торгівлі цінними паперами в Україні, є «Порядок та умови провадження торговцем цінними паперами брокерської діяльності за договорами на брокерське обслуговування з подальшим врегулюванням зобов'язань клієнта» [5]. Згідно з ним торговці цінними паперами, які дають можливість клієнтам здійснювати маржинальні операції, зобов'язані кожного дня розраховувати та підтримувати на відповідному рівні нормативи граничнодопустимого розміру заборгованості одного та всіх клієнтів.

Маржинальна торгівля є надзвичайно ризикованою. Фактично брокер надає кредит у грошах або цінних паперах клієнту для проведення спекулятивних операцій. Вочевидь, така діяльність потребує жорсткої та надійної системи ризик-менеджменту. Проте ризики маржинальної торгівлі не обмежуються невиконанням своїх зобов'язань клієнтами перед торговцем цінними паперами. Непоодинокими були випадки, коли брокери кредити одним клієнтам надавали, використовуючи кошти чи цінні папери інших клієнтів без їх відома, добровільної згоди та плати за це. Сегрегація рахунків клієнтів між собою і з рахунками торговця цінними паперами є надзвичайно важливою. На нашу думку, регулятору необхідно посилити контроль за цією сферою.

Відсутність належної сегрегації може мати наслідком не лише недоотримання клієнтами брокера належного доходу від використання їх фінансових ресурсів, але й втрату коштів та цінних паперів за умови банкрутства торговця цінними паперами.

Ще одним нормативно-правовим актом, який є складовою регуляторної системи, виступає «Положення про порядок складання та подання адміністративних даних щодо діяльності торговців цінними паперами до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку» [6]. Згідно з ним торговці цінними паперами мають надавати до НКЦПФР місячні (зокрема, про дотримання пруденційних нормативів) та нерегулярні дані; останні – протягом трьох робочих днів після виникнення підстави для їх появи. Очевидно, що рівень розвитку вітчизняного фондового ринку є далеким від зарубіжних. Проте в перспективі він може швидко до них наблизитись. На провідних зарубіжних біржах більше половини операцій з цінними паперами здійснюється з використанням торговельних роботів. Вони можуть купувати та продавати фінансові інструменти надзвичайно швидко, сотні мільйонів доларів проходять через біржі за долі секунди. Вплив високочастотного трейдингу на організацію та функціонування фондового ринку є досить значним. А тому збір даних раз на місяць, на нашу думку, не є адекватним сучасній практиці роботи брокерів та дилерів. Окрім того, методи збору, обробки та аналізу даних зараз дають змогу проводити первинне дослідження надісланої інформації дуже швидко та навіть без втручання людини. Саме тому, на нашу думку, моніторинг систем ризик-менеджменту торговців цінними паперами та аналіз їх фінансового стану і операцій варто проводити з набагато вищою періодичністю.

У світі відсутня єдина кодифікована система загальнообов'язкових правил регулювання ризик-менеджменту в торгівлі цінними паперами. Проте існує низка рекомендацій, які користуються визнанням та авторитетом. Серед них можна виділити такі:

- Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors (рекомендації IOSCO, Міжнародної організації комісій з цінних паперів);

- Principles for the Management of Credit Risk (рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду);

- Recognising a Firm's Internal Market Risk Model for the Purposes of Calculating Required Regulatory Capital: Guidance to Supervisors (рекомендації IOSCO);

- Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk (рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду);

- Principles for the Sound Management of Operational Risk (рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду).

Рекомендації IOSCO розроблялись саме для регуляторів ринку цінних паперів та деривативів і стосуються усіх аспектів імплементації системи управління ризиками в компанії, включаючи формування відповідного середовища контролю, впровадження окремих його елементів, верифікації та звітування. У них відзначено, що хоча умови діяльності кожного торговця цінними паперами є специфічними, проте кожна ефективна система ризик-менеджменту буде ґрунтуватись на подібних принципах та включати схожі складові. Особлива увага в рекомендаціях приділена необ-

хідності розробки правил, процедур та відповідної внутрішньої документації щодо управління ризиками в компанії. Регулятор повинен здійснювати перевірку як її наявності, так і того, чи забезпечується дотримання всіх її аспектів. Загалом основними принципами, на яких має бути побудована система регуляції ризик-менеджменту в торгівлі цінними паперами, згідно з IOSCO є такі: захист інвесторів; забезпечення чесності, ефективності і прозорості ринку; зниження системного ризику.

Рекомендації Базельського комітету розробляються для банків, проте є досить ґрунтовними і загальними для того, щоб стати популярними і в інших сферах фінансового ринку, зокрема в торгівлі цінними паперами. Комплекс рекомендацій включає фреймворки для управління практично усіма основними видами ризиків та принципи організації системи ризик-менеджменту загалом. Деякі елементи цієї системи вже були зазначені вище, далі ж ми вважаємо за доцільне зосередитись на одній з ключових складових поточних рекомендацій Базельського комітету, а саме стрес-тестуванні.

Стрес-тестування передбачає перевірку наслідків та дій компанії за умови реалізації певного негативного сценарію перебігу подій. Воно є зручним інструментом перевірки адекватності системи ризик-менеджменту тим викликам, які можуть постати перед торговцем цінними паперами. При цьому досить важливим є вибір сценаріїв для стрес-тестування. Зазвичай для цього використовуються такі підходи:

- історичні сценарії, в основі яких лежать події, які вже відбувались у минулому; при цьому можуть бути використані різноманітні поправки, покликані ускладнити сценарій;

- гіпотетичні сценарії, в основі яких лежать припущення про настання тих чи інших значущих для компанії подій; прикладом є відпрацювання дій компанії в разі дефолту крупного контрагента;

- сценарії на основі статистичних методів, в основі яких лежить використання ймовірнісних розподілів під час моделювання розвитку подій; одним із найбільш широко використовуваних інструментів цього підходу є VaR.

Загалом сценарії для стрес-тестів повинні відображати екстремальні, проте правдоподібні сценарії. Методологія та процедури проведення стрес-тестів мають бути чітко задокументованими. Доцільним є затвердження методології та основних сценаріїв на рівні регулятора, при цьому для їх розроблення можуть створюватись робочі групи за участю представників торговців цінними паперами. Регулятор також може організовувати проведення стрес-тестування, яке перевірятиме взаємодію різних учасників ринку між собою за тих чи інших умов. У таких сценаріях можуть брати участь не лише торговці цінними паперами, але й біржі, депозитарні установи тощо.

Ще одним інструментом ризик-менеджменту, контроль над яким варто здійснювати не тільки на рівні компанії, але й на рівні регулятора, є система лімітів. Ліміти можуть виставлятися на широкий перелік показників та операцій, наприклад на контрагентів, на окремі фінансові інструменти, для клієнтів. Особливе значення лімітів та необхідність їх контролю з боку регулятора викликані тим, що вони є одним із найбільш простих, але водночас ефективних механізмів управління системним ризиком.

Висновки. Управління ризиками в торгівлі цінними паперами в Україні нині потребує покращення. До причин його незадовільного стану можна

віднести кептивний характер діяльності багатьох компаній на ринку, низькі обсяги та кількість операцій, загальну низьку вітчизняну культуру ризик-менеджменту. З огляду на це доцільним є вивчення зарубіжного досвіду та можливостей його імплементації в Україні. Проведене дослідження дало змогу сформуванати такі рекомендації:

- гармонізувати таксономію ризиків із зарубіжною практикою;
- розширити перелік пруденційних нормативів;
- запровадити у вітчизняну практику такий інструмент управління ризиками, як стрес-

тестування, а також стимулювати ширше використання лімітів;

- проводити більш частий нагляд та контроль з боку регулятора над розробкою та функціонуванням систем ризик-менеджменту учасників ринку;
- використовувати більш гнучкі підходи до контролю над системами ризик-менеджменту компаній, даючи їм змогу застосовувати власні підходи за умови узгодження методології з регулятором.

З розвитком фондового ринку зазначені вище рекомендації ставатимуть все більш актуальними.

Список використаних джерел:

1. Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками, редакція від 17 березня 2017 року // Офіційний сайт Верховної Ради України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15>.
2. Operational Risk Loss Data // Official site of Bank of International Settlements. URL: <https://www.bis.org/bcbis/qisoprisknote.pdf>.
3. Річний звіт за 2016 рік Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний сайт НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2017/07/zvit-komosii-2016-ukr-web.pdf>.
4. Положення про здійснення фінансового моніторингу професійними учасниками ринку цінних паперів, редакція від 17 березня 2017 року // Офіційний сайт Верховної Ради України. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0551-16>.
5. Порядок та умови провадження торговцем цінними паперами брокерської діяльності за договорами на брокерське обслуговування з подальшим врегулюванням зобов'язань клієнта, редакція від 4 листопада 2012 року // Офіційний сайт Верховної Ради України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z2000-12>.
6. Положення про порядок складання та подання адміністративних даних щодо діяльності торговців цінними паперами до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, редакція від 15 серпня 2017 року // Офіційний сайт Верховної Ради України. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1737-12>.

Калашник І. А.

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

ИМПЛЕМЕНТАЦИЯ ЗАРУБЕЖНОГО ОПЫТА РЕГУЛЯЦИИ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА В ТОРГОВАЮ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Резюме

Статья посвящена исследованию возможностей и направлений внедрения зарубежного опыта в регуляцию управления рисками компаний, занимающихся торговлей ценными бумагами. Проанализировано соответствие имеющегося отечественного нормативно-правового обеспечения лучшим иностранным практикам. Приведены потенциальные направления развития регулирования риск-менеджмента и наиболее перспективные инструменты, внедрение которых в Украине позволит повысить уровень защиты прав инвесторов и снизить системный риск.

Ключевые слова: брокер, дилер, кредитный риск, операционный риск, риск ликвидности, рыночный риск, стресс-тестирование, торговец ценными бумагами.

Kalashnyk I. O.

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

IMPLEMENTATION OF FOREIGN EXPERIENCE IN RISK-MANAGEMENT REGULATION FOR SECURITIES FIRMS

Summary

The article is about possible ways of using foreign experience in order to improve risk-management regulation for Ukrainian securities firms. The author analyzes current Ukrainian legislation, which requires risk-taxonomy alignment with the best international practices. New instruments of risk-management should be introduced, such as stress-testing and position limits. The National Commission on securities and stock market should take a more proactive position.

Key words: broker, dealer, credit risk, operational risk, liquidity risk, market risk, stress-testing, securities trader.