

УДК 336.1

DOI: <https://doi.org/10.32782/2415-8801/2019-6.13>

Золковер А.О.

кандидат економічних наук,

докторант кафедри бізнес-економіки та туризму,

Київський національний університет технологій та дизайну

МОДЕЛІ РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ: СВІТОВИЙ ДОСВІД

У статті розглянуто та проаналізовано існуючі моделі регулювання фінансових ринків, які діють у країнах з розвинутими економіками на підставі секторального та функціонального підходів. Розглянуто особливості інституціональної моделі (наглядові компетенції визначаються відповідно до суб'єктного критерію – юридичний статус підконтрольної установи); функціональної моделі (компетенції, визначені на основі предметного критерію – характеру діяльності); інтегрованої моделі (одна наглядова інституція над усім фінансовим сектором); моделі Twin Peaks (дві наглядові інституції – пруденційний нагляд та нагляд за операційною діяльністю на ринку). Визначено, що обраний крайною тип моделі регулювання залежить як від історичного розвитку, специфіки національної інституціональної системи, так і від ступеня розвитку структурних елементів фінансового ринку, досягнутого рівня розвитку й організації фінансових ринків. Використовувана система регулювання є невід'ємною умовою забезпечення зростання економіки держави, якщо враховує ці особливості

Ключові слова: фінансовий ринок, моделі регулювання фінансового ринку, інституціональна модель, функціональна модель, інтегрована модель, модель Twin Peaks.

МОДЕЛИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА: МИРОВОЙ ОПЫТ

Золковер А.А.

В статье рассмотрены и проанализированы существующие модели регулирования финансовых рынков, которые действуют в странах с развитыми экономикой на основании секторального и функционального подходов. Рассмотрены особенности институциональной модели (надзорные компетенции определяются в соответствии с субъектным критерием – юридический статус подконтрольного учреждения); функциональной модели (компетенции, которые определены на основе предметного критерия – характер деятельности); интегрированной модели (один наблюдательный институт над всем финансовым сектором); модели Twin Peaks (два надзорных учреждения – пруденциальный надзор и надзор за операционной деятельностью рынка). Определено, что выбранная страной модель регулирования зависит как от исторического развития, специфики национальной институциональной системы, так и от степени развития структурных элементов финансового рынка, достигнутого уровня развития и организации финансовых рынков.

Ключевые слова: финансовый рынок, модели регулирования финансового рынка, институциональная модель, функциональная модель, интегрированная модель, модель Twin Peaks.

FINANCIAL MARKET REGULATION MODELS: GLOBAL EXPERIENCE

Zolkover Andrii

In a market environment, the financial market is the main mechanism for redistributing funds from entities that have a shortage of financial resources to entities that need those resources. The economic development depends on the state of financial market development in the country. The development of the financial market, like most economic processes, depends on the specifics, goals and mechanisms of regulation. Models of regulation in a particular country depend on many

factors, including: the legal system formed in the country (common or civil model of law), the mindset of the population, the dominant religion, the level of education of the population, the level of financial literacy, etc. Therefore, the review and systematization of existing models of regulation in foreign countries are relevant. The purpose of the study is to review existing models of financial market regulation. The theoretical and methodological basis of the study is the dialectical method of scientific knowledge and a systematic approach to discovering the essence of the principle of credibility of existing models of financial market regulation. During the research, the following methods were used: analysis and synthesis (disclosure of the essence of financial market regulation models); logical generalization of results (formulation of conclusions). The type of regulatory model chosen by the country depends on the historical development, the specifics of the national institutional system, and the degree of development of the structural elements of the financial market, the level of development and organization of the financial markets. The system of regulation used is an indispensable condition for ensuring the growth of the country's economy, if taking into account these features. Further research suggests focusing on the analysis of financial markets and their features, taking into account the model of regulation under research, prevailing in the country. In our opinion, this will allow to form an optimal financial markets regulation model in developing countries, such as Ukraine. Active development of the financial market will allow to promote investment processes, increase the level of financial literacy of the population, accelerate the level of economic growth, etc.

Keywords: financial market, financial market regulation models, institutional model, functional model, integrated model, Twin Peaks model.

Постановка проблеми. В ринкових умовах фінансовий ринок є основним механізмом перерозподілу коштів від суб'єктів, що мають дефіцит фінансових ресурсів до суб'єктів, що мають потреби у цих ресурсах. Від стану розвитку фінансового ринку у країні залежить економічний розвиток. Розвиток фінансового ринку, як і більшості економічних процесів, залежить від особливостей, цілей, механізмів регулювання. Моделі регулювання, що склалися у той чи іншій країні залежать від багатьох факторів, серед них: правова система, яка склалася у країні (англо-саксонське чи континентальна модель права), менталітет населення, домінуюча релігія, рівень освіченості населення, рівень фінансової грамотності населення тощо. Тому, огляд та систематизація існуючих моделей регулювання мають актуальне значення.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Фінансовий ринок, як об'єкт дослідження ставав предметом розгляду багатьох зарубіжних дослідників (Джеймс Тобін, Вільям К. Брейнарда, Йозеф Шумпетер, Джеремі Грінвуд, Брюс Д. Сміт тощо) та українських науковців (Л. Селіверстова, І. Адаменко, О. Мозговий, Д. Леонов тощо), однак здебільшого наукові роботи присвячені розгляду суті фінансового ринку або фрагментарно описують моделі регулювання.

Постановка завдання. Проаналізувати та визначити особливості існуючих моделей регулювання фінансового ринку у зарубіжних країнах.

Виклад основного матеріалу дослідження. Фінансовий сектор характеризує консерватизм і стабільність структури, а також тенденція демонструвати, що незалежно від того, яка би не була актуальна архітектура наглядових органів, вона оптимальна, або принаймні була б така в разі деякого збільшення їх повноважень. Незважаючи на це регулювання фінансового сектору зазнає змін. Основна мета фінансового регулювання – забезпечення безпеки та стабільності фінансової системи. Регулювання служить для захисту від системного ризику, забезпечення належного функціонування та чесності дій фінансових установ, ефективності та цілісності ринків, а також захисту споживачів.

У зв'язку з розширенням сфери діяльності фінансових установ на нові сегменти банківської діяльності, страхування, торгівлі цінними паперами, які існують у різних правових режимах, необхідна відповідність / адаптація інституцій нагляду і контролю до запитів ево-

люційного процесу. Адаже широкий спектр діяльності фінансових установ також сприяє появі нових видів ризику, збільшує масштаби загроз у разі банкрутства (фінансової неспроможності) окремих установ чи секторів. Тому наглядові функції, які спочатку виконувались центральними банками країн, зараз належать до компетенції двох / кількох окремих або ексклюзивних спеціалізованих установ.

Можна виділити два основні підходи до державного регулювання і нагляду за фінансовими ринками.

Перший підхід – секторальний. Створюються спеціальні органи контролю і нагляду для виконання регулятивних дій щодо кожної категорії установ або одного (чи двох суміжних) сектору фінансового ринку. Ця модель передбачає складно організовану структуру, яка включає декілька або багато регулюючих інститутів (залежно від масштабів країни), кожен з яких відповідає за певний сегмент фінансового ринку. Регуляторні органи здійснюють контроль за установами та секторами фінансового ринку за допомогою встановлених бар'єрів входження, моніторингу бізнесу.

Другий підхід – функціональний. Передбачає, що кожний тип фінансових послуг регулюється окремим органом незалежно від організації, яка їх пропонує [1–2]. Це, отже, регулювання за видами діяльності організацій. Позитивний момент такого підходу – він передбачає застосування однакових правил до фінансових організацій, які надають однакові фінансові послуги / виконують однакову фінансову діяльність, незалежно від їхнього юридичного статусу (табл. 1).

На основі основних підходів сформувалося чотири моделі регулювання фінансового ринку [3, с. 4]:

- інституціональна модель (наглядові компетенції визначаються відповідно до суб'єктного критерію – юридичний статус підконтрольної установи);
- функціональна модель (компетенції, визначені на основі предметного критерію – характеру діяльності);
- інтегрована модель (одна наглядова інституція над усім фінансовим сектором);
- модель Twin Peaks (дві наглядові інституції – пруденційний нагляд та нагляд за операційною діяльністю на ринку).

Незалежно від прийнятої моделі, головною проблемою завжди є координація між окремими спеціалізованими інституційними наглядами (міністерствами фінансів, центральними банками, спеціалізованими

Таблиця 1. Переваги і недоліки різних підходів до регулювання фінансового ринку

Підхід до регулювання	Переваги	Недоліки
Секторальний підхід	Спрощується контроль за суб'єктами ринку. Кожен сектор фінансового ринку має лише один регуляторний орган. Виключається дублювання контрольних дій.	Збільшується кількість регуляторних органів, поділених за спеціалізацією. Труднощі контролю в зв'язку з розширенням сфер діяльності установ. Хаос і розмитість контролю в зв'язку з інтеграцією різних фінансових ринків, інструментів. Різноманітність цілей регуляторного органу знижує ефективність регулювання. Відсутність повноцінних можливостей огляду бізнес-процесів в піднаглядній установі та попередження системного ризику
Функціональний підхід	Застосування одних правил до фінансових установ, які здійснюють однакові види фінансової діяльності, навіть якщо мають різний юридичний статус. Окремі фінансові послуги регулюються окремим органом влади. Вироблення єдиних правил для фінансових установ, які здійснюють однакові види діяльності, незалежно від їх юридичного статусу.	Можливе дублювання контролюючих органів для одної фінансової установи. Дублювання функцій різних контролюючих державних органів. Зростання витрат на державні регуляторні органи. Ризик значного розподілу компетенцій контролюючих органів. Можливість застосування різних правил для різних фінансових установ, що здійснюють однакову діяльність. Нерівність умов діяльності різних установ: переваги для одних і перепони для інших. Відсутність доступу до комплексної інформації про діяльність регульованого об'єкту, що створює складнощі ідентифікації системних ризиків.

Джерело: побудовано автором за [1-2]

органами) як на національному рівні, так і щораз більш у відносинах між наглядовими інститутами різного юридичного підпорядкування.

Аналіз показує, що серед 122-ти країн, регулятори яких є членами Міжнародної асоціації регуляторів ринку цінних паперів (IOSCO), поширені моделі фінансового регулювання використовуються таким чином [4]:

- 52 країни (42,62%) мають інтегровану модель;
- 50 країн (40,98%) мають інституціональну модель;
- 16 країн (13,11%) мають функціональну модель;
- 4 країни (3,28%) мають модель «twin peaks» (рис. 1).

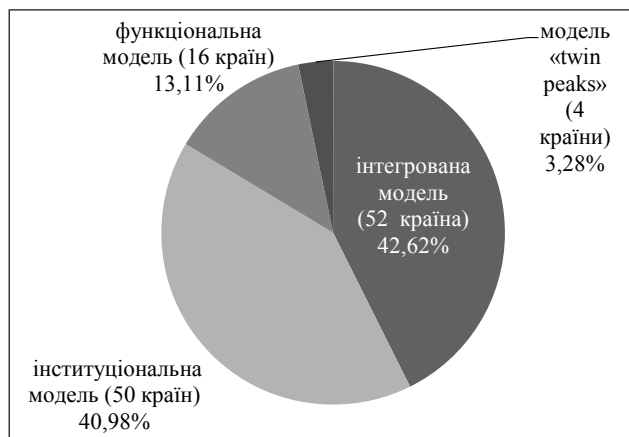


Рис. 1. Поширення моделей регулювання фінансового ринку серед країн, регулятори яких входять у IOSCO

Джерело: побудовано автором за [4]

Отже, серед країн, регулятори яких входять до IOSCO, інституціональна модель фінансового регулювання використовується практично в тій же мірі, що й інтегрована модель.

У більшості держав, в яких функціонують розвинені фінансові ринки, законодавчі документи щодо їх регулювання затверджувалися і

впроваджувалися задовго до створення певної моделі. Створення регулюючих органів у сфері фінансових ринків переважно стало здійснюватися тільки в другій половині ХХ століття, причому в момент їх впровадження вони мали переважно повноваження, пов'язані з регулюванням фондових ринків, згодом вони розширилися на інші структурні елементи фінансового ринку.

Інституціональна модель фінансового регулювання передбачає наявність декількох регуляторних організацій, тобто для кожного сегменту фінансового ринку (банківського, фондового, страхового) функціонує свій регулятор. При цьому враховується специфіка кожного ринку, але складно узгодити регуляторну діяльність різних органів. Інституціональна модель виникла в 1930-х роках; саме тоді, в період світової кризи, у практиці функціонування фінансових ринків стало застосовуватися регулювання, засноване на секторальному підході. Країни, що зараз використовують інституціональну модель: Болгарія, Греція, Ісландія, Іспанія, Кіпр, Литва, Румунія, Словенія, Україна, Фінляндія, також Китай, Мексика та інші.

В сучасних умовах у цій традиційній моделі регулювання фінансових ринків автономні органи нагляду визначають правовий статус регульованих інститутів і межі їх допустимої діяльності. Особливістю такої моделі є одночасна підзвітність фінансово-кредитних установ / компаній різним відомствам, що розширюється із збільшенням видів фінансових операцій. Наразі відбувається трансформація фінансових ринків, межі між окремими сегментами розмиваються, виникають проблеми забезпечення своєчасності та дієвості заходів регулювання, що здійснюються. Інституціональна модель регулювання здатна подолати недосконалості, пов'язані зі структурою, за умови координованості діяльності. Але наразі в умовах еволюції світової фінансової системи такий механізм управління фінансовими ринками втрачає ефективність.

При функціональній моделі регулювання у різних секторах фінансового ринку розрізняють інституціональне середовище і нагляд за напрямками діяльності (саморегулювання): правила ліцензування учасників фінансового ринку, порядок перевірки організації їх діяльності, фінансового стану і застосування санкцій у разі порушень, особливості заходів на захист інтересів інвесторів та інших учасників ринку. Функціональна модель (США, Франція, Італія) передбачає регулювання виду діяльності піднаглядної установи / компанії незалежно від її правового статусу. У рамках цієї моделі кожен тип фінансової операції підлягає регулюванню зі сторони окремого регулятора. Якщо одна установа/компанія здійснює декілька видів діяльності (банківський бізнес, страхові послуги, портфельні інвестиції), то кожен з цих напрямів курується функціональними регуляторами, відповідальними за надійність компанії і відстеження дотримання правил ділової поведінки в цілях захисту інтересів вкладників (інвесторів).

Для того, щоб усі складові фінансового ринку, які входять в його структуру, ефективно і збалансовано функціонували, потрібний один підхід до організації визначення мінімально необхідних фінансових ресурсів (резерви і фонди, нормативи фінансових співвідношень), організації внутрішнього контролю, формату надання і перевірки звітності, ступеня транспарентності інформації. Досвід країн, які мають добре розвинену регуляторну інфраструктуру фінансового ринку, показує, що подібний наглядовий механізм ефективніше функціонуватиме як єдиний регулятор фінансового ринку, а не через вибудовування регулюючих органів, як «горизонтальної системи», які координують дії спеціалізованих наглядових органів. З цієї причини деякі країни відмовилися від техніки регулювання за функціональним принципом формування системи державних регуляторів, перейшли до моделі мегарегулювання. У цій моделі існують департаменти регулювання окремих секторів, але концептуальні і системні рішення приймаються єдиним органом.

Інтегрована модель фінансового регулювання реалізується у формі мегарегулювання, тобто функціонує єдиний незалежний мегарегулятор, що об'єднує регулювання і нагляд. Першим у світі мегарегулятором фінансових ринків прийнято вважати Службу по фінансових послугах Великобританії (Financial Services Agency), тому інтегровану модель в літературі називають ще «Модель FSA». Інтегрована модель зараз адаптована у більшості країн світу, оскільки зміна моделі ринку і розвиток фінансових продуктів вимагали відповідного реформування системи регулювання. Наразі в 17 країнах, що приймають участь в IOSCO, функції

єдиного регулятора ринку цінних паперів покладені на центральний банк. У 35 країнах регулювання здійснюється іншою установою (не центральним банком). Інтегровану модель мають більшість країн Європи, це Австрія, Данія, Естонія, Ірландія, Латвія, Мальта, Німеччина, Угорщина, Швеція та інші. Останнім часом перейшли на цю модель Чехія, Польща, Словаччина. Така ж модель функціонує у Кореї, Сінгапурі, Японії.

Основний принцип інтегрованої моделі регулювання полягає в єдності здійснення одним регулятором органом пруденційного нагляду і контролю корпоративної поведінки. Інтегрована модель регулювання фінансових ринків спочатку визнавалася ефективною для малих ринків, але з часом і багато великих країн адаптували цю модель, враховуючи її гнучкість у сучасних швидкозмінних реаліях. При інтеграції регуляторних органів фінансового ринку знижуються ризики міжвідомчого конфлікту, дублювання функцій, спрощується процес координації між структурними ланками мегарегулятора.

Модель Twin Peaks (дві вершини) передбачає перерозподіл обов'язків у фінансовій сфері між двома незалежними регуляторами, які здійснюють пруденційний нагляд (управління ризиками) і регулювання діяльності установ (контроль ринкової дисципліни). Таку модель можна охарактеризувати як перехідну від інституціональної до моделі одного регулятора. Модель Twin Peaks застосовується у Австралії, Бельгії, Люксембурзі, Нідерландах, Португалії, Канаді; в процесі осмислення причин економічної кризи фінансова влада ще ряду розвинених країн почала застосовувати принцип організації органів регулювання фінансових ринків (Великобританія – з 2011 р., Нова Зеландія – з 2013 р., ПАР – з 2015 р.) У цих країнах відокремлюються функції пруденційного нагляду та регулювання фінансового ринку. Так, у Нідерландах пруденційний нагляд здійснює Національний банк Нідерландів; також існує спеціальний орган нагляду за фінансовими ринками, який здійснює функції моніторингу фінансового бізнесу, достовірності й відкритості інформації на фінансовому ринку [5]. В літературі модель Twin Peaks також визначають як «регулювання по цілях» («regulation by objective»).

Свого часу у всіх країнах Європи існувала інституціональна (секторальна, галузева) модель державного регулювання фінансової сфери, окремими інститутами здійснювався нагляд за банківським і страховим секторами та ринком цінних паперів, що відображають традиційний поділ між фінансовими секторами. Однак у наш час фінансові конгломерати становлять вже більше 25% банківського та страхового ринків. Крім того, фінан-

Таблиця 2. Розподіл країн Європи за моделлю регулювання

Інституціональна модель	Функціональна модель	Модель Twin Peaks	Інтегрована модель з наглядом центрального банку	Інтегрована модель без нагляду центрального банку
1	2	3	4	5
Болгарія Кіпр Греція Литва Румунія Словенія Іспанія	Франція (2003/10) Італія (1999)	Бельгія (2011) Великобританія (2011) Люксембург Нідерланди (2002) Португалія (2000)	Данія (1988) Естонія (2002) Угорщина (2000) Латвія (2001) Мальта (2002) Польща (2008) Швеція (1991)	Австрія (2002) Чехія (2006) Фінляндія (2009) Німеччина (2002) Ірландія (2003) Словаччина (2006)

Джерело: побудовано за [Recent developments; Financial Supervision]. У дужках – рік створення міжсекторного регулятора

сові продукти конвергуються. Так, банківські продукти, продукти страхування працюють на ринку довгострокових заощаджень. Через розмиття ліній розподілу між фінансовими секторами з'явилися міжсекторальні моделі нагляду: модель Twin Peaks та інтегрована модель.

У деяких країнах, особливо в єврозоні, де центральні банки передали свою відповідальність за грошово-кредитну політику Європейському центральному банку (ЄЦБ), центральний банк несе відповідальність за пруденційний нагляд (табл. 2). В інтегрованій моделі існує єдиний нагляд за ринками – банківським, страховим та цінних паперів, або, інакше кажучи, один мегарегулятор для пруденційного нагляду та ведення бізнесу. Існує два режими інтегрованої моделі. Скандинавські країни прийняли повністю інтегровану

модель без участі центрального банку у фінансовому нагляді (колонка 4 у табл. 2). У Німеччині та Австрії центральний банк все ще відіграє основну роль у банківському нагляді (колонка 5 у табл. 2). Висновки центрального банку надаються інтегрованому регулятору, який має остаточні повноваження.

Висновки. Таким чином, можна зробити висновки, обраний країною тип моделі регулювання залежить як від історичного розвитку, специфіки національної інституціональної системи, так і від ступеня розвитку структурних елементів фінансового ринку, досягнутого рівня розвитку й організації фінансових ринків. Використовувана система регулювання є невід'ємною умовою забезпечення зростання економіки держави, якщо враховує ці особливості.

1. Гарбар Ж.В. Інституційна структура регулювання фінансового ринку. *Економіка та держава*. 2012. № 12. С. 18–22. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecde_2012_12_6 (дата звернення: 02.11.2019).

2. Гарбар Ж.В. *Форми та інструменти державного регулювання фінансового ринку*. *Економіка та держава*. 2014. № 10. С. 19–21.

3. Daniel C., Carlos C.J., Stefan H., Oscar P. Gutiérrez *Financial Stability. Institute FSI Insights on policy implementation, No 8. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?* 2018. URL: <https://www.bis.org/fsi/publ/insights8.pdf> (дата звернення: 02.11.2019).

4. *Ordinary Members of IOSCO*. URL: <https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=1> (дата звернення: 02.11.2019).

5. *The “Twin Peaks” Regulatory Model: The Future of Financial Regulation?* URL: <http://www.law.hku.hk/aiifl/wp-content/uploads/2014/09/Twin-Peaks.pdf> (дата звернення: 02.11.2019).

1. Harbar Zh.V. (2012). *Instytutsiina struktura rehulivannia finansovoho rynku [Institutional structure of financial market regulation]*. *Ekonomika ta derzhava*, № 12, pp. 18–22. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecde_2012_12_6 (accessed 02.11.2019). (in Ukrainian)

2. Harbar Zh.V. (2014). *Formy ta instrumenty derzhavnogo rehulivannia finansovoho rynku [Forms and instruments of state regulation of the financial market]*. *Ekonomika ta derzhava*, № 10, pp. 19–21. (in Ukrainian)

Daniel C., Carlos C.J., Stefan H., Oscar P. Gutiérrez *Financial Stability. Institute 3. FSI Insights on policy implementation, No 8. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?* 2018. URL: <https://www.bis.org/fsi/publ/insights8.pdf> (accessed 02.11.2019).

4. *Ordinary Members of IOSCO*. URL: <https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=1> (accessed 02.11.2019).

5. *The “Twin Peaks” Regulatory Model: The Future of Financial Regulation?* URL: <http://www.law.hku.hk/aiifl/wp-content/uploads/2014/09/Twin-Peaks.pdf> (accessed 02.11.2019).

E-mail: zaaaaa@ukr.net