

Іваницька О.М.,

доктор наук з державного управління,
завідувач відділу фінансових ринків
Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ В УКРАЇНІ У ПОСТКРИЗОВИЙ ПЕРІОД

Розглянуто тенденції, притаманні системі державного регулювання фінансових ринків у кризовий і посткризовий періоди, у глобалізованому аспекті. Запропоновано зміни, яких насамперед потребує система пруденційного державного регулювання розвитку фінансових ринків в Україні виходячи з нових реалій посткризового розвитку.

The article deals with tendencies within the system of financial markets public administration in crises and post-crises periods in globalizing aspects. The main changes needed to be provided to the system of prudential public administration for financial markets development in Ukraine are postulated taking into account post-crises circumstances.

Ключові слова: парадигма державного регулювання фінансової сфери, фінансова криза, державне регулювання фінансових ринків, мегарегулятор.

Сьогодні на перший план у системі державотворення виходять ідеї запровадження нової парадигми державного управління в умовах посткризового управління економікою та розробки превентивних заходів щодо недопущення повторення масштабних негативних наслідків кризи в Україні. Особливої уваги потребують фінансові ринки як каталізатори негативних явищ у економіці, що передбачає концентрацію зусиль органів державного управління в напрямі розробки нової концепції та досягнення практичної результативності регулювання саме в цьому секторі економіки.

Тематика антикризового управління гідно представлена у працях вітчизняних і зарубіжних учених¹. Водночас у більшості зазначених праць розглядається досвід урядів конкретних країн або аналізуються індикатори фінансової кризи, її перебіг та характер державного управління. На наш погляд, потрібно узагальнити тенденції державного управління фінансовими ринками, характерні для кризового й посткризового періодів, із метою вироблення нової парадигми державного регулювання фінансових ринків в Україні. У зв'язку з цим метою статті є окреслення напрямів державної політики регулювання фінансових ринків в Україні в умовах глобалізаційних змін парадигми державного управління фінансами.

¹ Див., наприклад: *Vlasiuk O.S.* The World Financial Crisis and Principles of Anti-crises Regulation in Ukraine // *Problems of Economic Transition (The Global Economic Crises and Ukraine)*. — Vol. 53. — No 2. — June 2010. — P. 35—59; *Богдан Т.П.* Глобальна фінансова криза та виклики для економічної політики в посткризовий період // *Фінанси України*. — 2010. — № 6. — С. 3—14; *Смыслов Д.В.* Реформирование мировой валютно-финансовой архитектуры: 1990—2000-е годы. — М.: ИМЭМО, 2009; *Финансовый кризис в России и в мире* / Под ред. Е.Т. Гайдара. — М.: Проспект, 2009. — 256 с.; *Laevan L., Valencia F.* Systemic Banking Crises: A New Database // *IMF Working Papers*. — November 2008. — 78 p.

Не зупиняючись на причинах останньої фінансової кризи, зазначимо, що передумови виникнення кризи можна поділити на суб'єктні (пов'язані безпосередньо із суб'єктами державного управління), об'єктні (викликані змінами у предметному полі регулювання) і синергетичні (внаслідок незбігу інтересів суб'єктних і об'єктних сторін). Аналіз наукових праць, статистичних даних показав, що більшість криз пов'язані з недоліками в державному управлінні, тобто є суб'єктно залежними. Отже, постає потреба в розробці нових засад запровадження державної політики у фінансовій сфері, яка враховуватиме нові виклики глобалізованого фінансового простору.

Про масштаби кризових явищ та їх поширення останнім часом свідчать дані, зібрані та проаналізовані експертами МВФ. За період 1970—2007 рр. Л. Леван і Ф. Валенца нарахували 124 системні банківські кризи; 208 валютних криз; 63 епізоди дефолту суверенного боргу². У 55 % випадків банківська криза поєднувалася з валютною, а в 11 % — із борговою кризою³. Як правило, банківські кризи вчені ідентифікували за низкою ознак, зокрема кількістю непогашених кредитів, зростанням фіскального дефіциту, збільшенням зовнішніх втрат, уповільненням темпів зростання ВВП; валютні кризи — за такою ознакою, як понад 30-відсоткова девальвація національної валюти або більш ніж 10-відсоткова втрата нею вартості порівняно з попереднім періодом⁴.

Середні втрати від системної банківської кризи як девіації від тренду ВВП становили близько 20 % ВВП протягом 4-х років від початку кризи⁵. Криза 2007—2009 рр. коштувала світу близько 50 трлн дол. США⁶. Оскільки кризові явища є вкрай небезпечними для світової економіки, їх попередження має бути поставлене на рівень державної політики.

Для передбачення напрямів державного регулювання фінансового сектору економіки виділимо основні фактори й тенденції в державній фінансовій політиці розвинутих країн світу, що призвели або могли призвести до кризи.

По-перше, у докризовий період, час активізації глобалізаційних процесів, спостерігалось зменшення ролі національних урядів у процесах регулювання фінансових ринків. Це великою мірою було пов'язане із глобалізацією фінансової науки. Світовий досвід формування системи державного регулювання фінансового сектору свідчить, що вчені намагалися усунути подібні проблеми, обмеження, недоліки державного управління, які спостерігались у країнах із різними моделями держуправління, територіального устрою, режиму правління тощо, однаковим чином — шляхом формування певного ерзацу політики, який нав'язувався

² *Laevan L., Valencia F.* Зазнач. праця. — С. 6.

³ *Там само.* — С. 18.

⁴ *Там само.* — С. 5.

⁵ *Там само.* — С. 24.

⁶ *Шмелев В.В.* О реформе мировой финансовой архитектуры // *Финансы.* — 2010. — № 8. — С. 11.

багатьом країнам та довів при запровадженні в деяких із них свою тимчасову успішність. Більшість цих рекомендацій стосувалася лібералізації фінансових ринків, послаблення впливу держави на їх функціонування.

Утім, пропозиції стосовно поліпшення фінансового регулювання не відповідали ні характеру стратегічних реформ національних урядів, ні вимогам глобалізаційних змін. Остання криза довела, що саме країни із жорстким регулюванням фінансових ринків та їх порівняно закритістю швидше вийшли із кризового стану. Класичним у цьому плані є приклад Китаю.

Ця та інші країни, у яких структура власності є деформованою в напрямі гіперболізації державного сектору, постійно отримували зауваження міжнародних організацій і експертів, оскільки спрямовували значну частину фінансових ресурсів на підтримку неефективної роботи державних підприємств. При цьому китайські урядовці пояснювали такі дії необхідністю збільшити робочі місця та бажанням уникнути соціальних проблем⁷. Узагалі характерними рисами фінансового ринку Китаю є високий рівень концентрації банківського сектору (80 % активів припадає на 17 інституцій); закритість фондового ринку (торгувати на ринку можуть лише ті інвестори, котрі функціонують у складі спільних підприємств на міноритарних засадах, тобто власність яких не перевищує 33 %⁸); жорсткий контроль рівня процентних ставок за кредитами й депозитами⁹; напрочуд швидке зростання фондового ринку (більш ніж на 50 % щорічно).

Як і в інших країнах, у передкризовий період у Китаї виникали фінансові “бульбашки” (зокрема, за 2 роки більш ніж у 60 разів зріс фондовий ринок, у 2009 р. майже вдвічі порівняно з попереднім періодом збільшилося кредитування населення, підвищилися ціни на ринку нерухомості, подорожчала валюта).

Здавалося б, країні, де проводиться політика надмірної державної підтримки й така відкрита економіка, криза мала завдати нищівного удару. А проте китайська держава оговталася від кризи набагато раніше за інші країни, які відповідали критеріям міжнародних організацій. Успіх Китаю багато в чому зумовлений дієвістю Великої стратегії, яка, на протипагу Вашингтонському консенсусу, названа Пекінським консенсусом.

Китайські можновладці спрацювали оперативного: для боротьби з “бульбашками” підвищили процентні ставки за кредитами на нерухомість із 20 до 40 %, а ставку рефінансування — на 0,5 в. п.; підтримали безробітних; сприяли розвитку внутрішнього ринку, зокрема активізували будівництво шляхів; стимулювали економіку за рахунок інвестування в кінцеве споживання; збільшили інвестиції

⁷ http://www.mckinseyquarterly.com/ghost.aspx?ID=/Economic_Studies/Productivity_Performance/Chinas_and_Indias_financial_systems_A_barrier_to_growth_1878?gp.

⁸ Лопатина А.Н. Экономическая реализация “Пекинского консенсуса” в условиях мирового экономического кризиса // Вестник Московского университета. — Сер. 6. Экономика. — 2010. — № 4. — С. 16.

⁹ Там само. — С. 17.

в освіту й науку, при цьому залучивши й державні, і приватні кошти¹⁰; дозволили провести відкритий випуск муніципальних (місцевих) цінних паперів (у 2009 р.). У зовнішній економічній політиці розпочалось активне злиття й поглинання китайськими підприємствами зовнішніх компаній, національним компаніям вдалося отримати доступ до акцій найбільших фінансових і промислових інституцій розвинутих економік, що в некризових умовах здавалося б неможливим. Але головними чинниками успіху уряду Китаю є націленість на інноваційний шлях розвитку економіки, стимулювання науки й освіти, причому на практичній, а не декларативній основі.

Утім, “рецепти” китайських “кухарів” не можна копіювати іншим країнам. Адже, незважаючи на подібність сценаріїв перебігу кризових подій, у кожній країні були власні критичні точки, здебільшого, пов’язані з недоліками в системі державного управління економікою. МВФ та інші міжнародні організації схильні виділяти спільні риси державної політики подолання кризи, для того щоб виробити загальну парадигму антикризового управління. До речі, більшість країн вдавалася до стандартного комплексу антикризових заходів, а саме: державного субсидування (як правило, децентралізованого) “токсичних” кредитів; списання боргів; продажу “слабких” фінансових інституцій іншим власникам, зокрема іноземним; допомоги в рекапіталізації фінансових інституцій, зазвичай через “ін’єкції” фондів, тощо¹¹. Проте ці стандартні заходи не завжди відповідали потребам конкретної країни.

Зокрема, в Росії головними причинами кризи були дефіцит ліквідності, недоліки в механізмах фінансування банків та ціноутворення на фінансових ринках. Тому державне управління й регулювання передбачало надання банкам ліквідних ресурсів, у т. ч. у нових формах; сприяння підвищенню довіри населення до фінансової системи шляхом посилення державних гарантій, подовження терміну кредитів рефінансування; розміщення вільних бюджетних коштів на депозитах у комерційних банках; цільове фінансування пріоритетних напрямів розвитку країни; плавне знецінення національної валюти для стимулювання експорту; використання механізму санації (на відміну від ліквідаційних процедур)¹². Зазначені механізми державного управління відрізняються від стандартних. Отже, ефективними в боротьбі із кризою 2007—2009 рр. були ті заходи державного регулювання, які враховували національну специфіку причин кризи та її проявів.

По-друге, за останні роки кардинально змінилася парадигма державного управління фінансовими ринками, десятиліттями не змінюваний порядок дій порушився, причому в деяких країнах радикальним чином. Зокрема, у США

¹⁰ На сьогодні у країні діє понад 700 науково-технічних центрів, які фінансуються великими китайськими корпораціями й банками.

¹¹ *Laevan L., Valencia F.* Зазнач. праця. — С. 13.

¹² *Андрюшин С., Кузнецова В.* К оценке антикризисной политики Центрального банка России // *Экономист.* — 2010. — № 5. — С. 41.

1999 р. були скасовані норми закону Гласса — Стігла (Glass-Steagle act of 1932), які діяли понад 60 років. Як відомо, цей законодавчий акт відмежовував інвестиційну, традиційно більш ризикову, діяльність банків від консервативнішої депозитно-позикової. Така модель побудови ринку, що дістала назву американської та була запроваджена під час Великої депресії, сприяла розвитку інституційних інвесторів, підвищенню надійності роботи банків, перешкоджала утворенню фінансових “бульбашок”, зменшила невиправдану конкуренцію та підвищила передбачуваність виконання операцій на фінансовому ринку. Безперечно, відхід від цих принципів призвів до активізації негативних явищ.

Значні зміни відбулися також у інших системах державного регулювання фінансових ринків. Країни ОЕСР обрали англосаксонську, нетрадиційну для більшості з них, модель організації фінансового ринку. Багато країн Європи за попереднє десятиріччя (1998—2009) реформували систему органів державного управління з регулювання фінансового сектору. Новою “фішкою” стало створення мегарегуляторів — спочатку в Сінгапурі (1982 р.), потім у Європі (зокрема, у Норвегії — в 1986-му, Данії та Ісландії — у 1988-му, у Швеції — в 1991 р.), нарешті це явище докотилось і до країн колишнього соціалістичного блоку (Польща). Деякі країни, наприклад Великобританія, припинили діяльність одних мегарегуляторів і створили інші або їх змішану модель. Були апробовані й раніше не відомі моделі регулювання, зокрема “twin peaks” — розподіл функцій пруденційного нагляду та регулювання комерційної діяльності фінансових інституцій (Австралія, Нідерланди). Указані зміни не могли не порушити рівновагу в системі державного регулювання фінансових ринків, яка досягалася взаємодією ринкових сил, дією механізмів державного управління та зростаючою впливовістю саморегулювальних організацій. Балансування інтересів, яке виступає вагомим фактором ефективності державного регулювання, змістилось у бік концентрації державної фінансової влади.

По-третє, у практиці державного управління фінансовими ринками поширилася теорія державного менеджменту та її принципи. Так, у низці країн запроваджені нові інституції (приміром, у США — Рада з фінансової стабільності) або змінена ідеологія існуючих із запровадженням підходів менеджменту.

Прикладом таких інновацій може слугувати впровадження японського підходу Р2М у діяльність установ Міністерства фінансів України. Ідеологія й технологія Р2М спрямовані на створення цінності з допомогою креативного механізму проектного менеджменту та програмного підходу¹³. Ефект досягається завдяки тому, що, з одного боку, проектний менеджмент обумовлює реальність, виконуваність за строками і практичним спрямуванням поставлених завдань, з другого — проекти реалізуються в рамках програмних стратегічних образів.

¹³ Керівництво з управління інноваційними проектами і програмами організацій: Моногр. / Пер. на укр. мову під ред. Ф.О. Ярошенка. — К.: Новий друк, 2010. — С. 20.

Окреслена тенденція сприяла збагаченню практики державного управління технологіями, які давно довели свою ефективність у бізнесі, але разом із тим вимагала залучення когорти високоосвічених спеціалістів, обізнаних із методами й інструментами менеджменту. Безперечно, ця новація, як і будь-яка інша, для успішної реалізації потребує формування зрілого підґрунтя.

По-четверте, останніми роками уряди країн (незалежно від регіону і ступеня розвиненості економіки) виконують завдання регулювання фінансових ринків в умовах значного зниження довіри до державних інститутів. Зокрема, за результатами опитування, проведеного компанією ACCA (ACCA Global Economic Conditions Survey)¹⁴, щодо економічної ситуації у світі в IV кварталі 2010 р. серед експертів у сфері фінансів 28 проти 14 % у минулому періоді вважають, що відновлення глобальної економіки — на межі припинення. Також збільшилася частка тих, хто дав негативну оцінку антикризовим діям урядів їхніх країн, — 38 проти 33 %. Ці явища пояснюються передусім порушенням умов доступу широкого загалу до фінансової інформації та досягнення максимальної прозорості роботи ринку. Уряди країн не завжди роз'яснювали причини непопулярних заходів, до яких вони вдавалися, щоб досягти позитивного ефекту в майбутньому. Відновлення довіри потребує кропіткої і тривалої роботи, але без неї не можливий розвиток фінансового сектору.

На світовому ринку й далі спостерігається регіоналізація державного управління фінансовими ринками, створення наднаціональних органів, застосування екстериторіального підходу до деяких правових норм. Якщо раніше цей підхід застосовувався здебільшого у сфері регулювання питань соціальної безпеки, то в останньому десятилітті його дедалі частіше беруть на озброєння при регулюванні фінансової діяльності в межах інтегрованого регіону, наприклад при регулюванні обігу цінних паперів. Особливо яскраво ці тенденції проявляються в Європі, де нещодавно прийнято рішення щодо введення нових європейських наддержавних органів, які в першу чергу повинні займатися попередженням виникнення проблем у фінансовій системі європейських країн, виявленням глобальних системних ризиків, що можуть впливати на їхні фінансові організації. Безперечно, такі тенденції мають бути враховані національними урядами, зокрема щодо розвитку інституціональної бази регулювання фінансових ринків.

Враховуючи запропонований далеко не повний перелік факторів і тенденцій у системі державного управління фінансовими ринками, вважаємо, що надалі стратегія й тактика державного регулювання фінансового поля України матиме такі особливості.

1. Робота державних органів управління фінансовими ринками України повинна бути спрямована на створення доктрини стабілізації функціонування фінансових ринків із урахуванням національних особливостей проявів криз, у т. ч. попередніх,

¹⁴ Global economic conditions survey report: Q4, 2010: [Електр. ресурс]. — <http://www.acca-global.com/pubs/general/activities/library/economy/tech-ms-gec08.pdf>.

вузких місць розвитку фінансових ринків і прорахунків у державному управлінні, які були допущені в минулому. Доцільно запровадити дієву практику застосування інструментів ризик-менеджменту в систему регулювання різних сегментів фінансового ринку. На сьогодні технологія, що передбачає оцінку, моніторинг і прогнозування ризиків, активно використовується в банківському секторі та майже не застосовується при регулюванні ринку фінансових послуг. При цьому досягти бажаного результату можна лише в разі використання системних і всеохоплюючих підходів до управління ризиками стосовно всіх секторів і сегментів фінансового ринку України.

2. Доцільно розмежувати функції та напрями діяльності органів регулювання, що передбачає виокремлення мікро- й макрорівня впливу державних органів, запровадження засад пруденційного нагляду, з одного боку, та регулювання бізнес-діяльності суб'єктів виконання фінансових операцій — із другого. Це дасть змогу виокремити стратегію державного регулювання фінансових ринків і оперативнопоточне управління (регулювання) фінансових інституцій та краще опрацювати кожен із цих елементів.

Також слід вирішити питання про доцільність зміни моделі регулювання фінансового ринку України, особливо в напрямі введення єдиного мегарегулятора. Втім, на нашу думку, без розробки цілісної концепції регулювання фінансових ринків у їх взаємодії та взаємозалежності створення мегарегулятора не має сенсу. До підготовки й написання програмних документів слід залучити всі саморегульвні організації вітчизняних фінансових ринків. Водночас можливе формування органу, який відповідатиме за реалізацію програм дій уряду з регулювання всіх фінансових ринків на громадських засадах.

3. Слід активізувати роботу щодо формування перешкод збільшенню масштабів інтелектуальних злочинів, передусім на фінансовому ринку, а також інших видів порушень суспільних норм. Зокрема, доцільно підвищити рівень захисту інформаційних систем фінансових установ; законодавчо передбачити регулювання практики неправомочного й надмірного матеріального заохочення менеджерів фінансових інституцій; передбачити дієві механізми моніторингу та покарання корупційних порушень у фінансовій сфері; врегулювати питання неприпустимості впливу інсайдерської інформації та поширення явищ інформаційної асиметрії; внести зміни в положення нормативно-законодавчої бази, які можуть трактуватися неоднозначно, містять суперечності тощо.

4. Однією з умов досягнення бажаного рівня взаємодії громадськості й держави є інформатизація сфери регулювання роботи фінансових ринків по всій вертикалі системи управління, забезпечення інтеперабельності¹⁵ архітектури державного управління. Варто полегшити доступ громадськості до контролю роботи фінансових інституцій і державних органів через мережу Інтернет. Процеси

¹⁵ Під інтеперабельністю розуміється інформаційний обмін між підрозділами та окремими відомствами по горизонталі й вертикалі.

інформатизації мають бути спрямовані на досягнення високих стандартів управління, уніфікацію документопотоку для кращого його контролю, досягнення високого рівня прозорості діяльності інституцій.

5. Українським владним структурам треба оптимізувати взаємодію зі світовими й регіональними фінансовими організаціями. Зокрема, слід сприяти консолідації національних фінансових інституцій із метою забезпечення їх конкурентоспроможності порівняно з іноземними “гравцями” та недопущення кардинальної зміни ідеології й архітектури національної фінансової системи, підриву основ її безпеки в умовах впливу глобалізаційних процесів. Наприкінці лютого 2011 р. Державна служба статистики повідомила: приріст іноземного капіталу, спрямованого в установи, які здійснюють фінансову діяльність, становить 2,6285 млрд дол. США, що значно більше, ніж у будь-якій іншій галузі. Значна частина коштів іде на поповнення капіталу банків. Це явище, що супроводжується високим рівнем доларизації вітчизняної економіки (29,13 %), створює певну небезпеку для активів банків України та формує їх залежність від зовнішніх факторів, у т. ч. “інфекції” кризи.

Фінансова система має бути збалансованою в напрямі розподілу власності (державні — приватні — інституції з часткою іноземної власності), при цьому критеріями балансування мають виступати:

- можливість державної підтримки конкретної державної інституції, яка стикається із проблемами внаслідок ускладнень ведення бізнесу, спричинених зовнішніми факторами, наприклад ризиком зовнішнього контрагента (реалізації політики “рятівної шлюпки” або кредитора останньої інстанції);

- досягнення бажаного рівня показників фінансової стійкості кожної інституції фінансового ринку незалежно від форми власності й сегмента ринку;

- контрольованість структури фінансової інституції та відповідність критеріям ефективного менеджменту.

6. Доцільно поставити на належну основу постійний моніторинг тенденцій на європейському і світовому фінансових ринках, відстежувати зміни в законодавстві на національному й наднаціональному рівнях.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Для розвитку фінансових ринків і системи державного регулювання фінансової сфери важливо визначити причини кризи, основні напрями й тенденції у процесах її подолання та внести пропозиції щодо можливих змін у державному регулюванні фінансових ринків.

Державне регулювання фінансових ринків повинне базуватися на новій доктрині використання стратегічних підходів і технологій проектного й ризик-менеджменту, моніторингу, пруденційному нагляді та контролі всього фінансового ринку як єдиного цілого.

Напрями подальших розвідок передбачають відпрацювання дієвих механізмів та інструментів державного управління з метою надання адекватної оцінки, моніторингу макроекономічних показників, прогнозування та попередження можливих кризових явищ на фінансових ринках.