

РОЗДІЛ 2. ОБЛІК ТА ФІНАНСИ

2.FEJEZET. SZÁMVITEL ÉS PÉNZÜGYEK

CHAPTER 2. ACCOUNTING AND FINANCE

DOI: 10.58423/2786-6742/2025-9-100-112
ETO [369.03+338.22](477.87)

Robert BACSÓ

DsC, professzor, Számvitel és Auditálás Tanszék vezetője,
II. Rákóczi Ferenc Kárpátaljai Magyar Főiskola,
Beregszász, Ukrajna

ORCID ID: [0000-0002-5957-7571](https://orcid.org/0000-0002-5957-7571)

Scopus Author ID: [57006730200](https://orcid.org/57006730200)

e-mail: bacho.robert@kmf.org.ua

A PÉNZÜGYI PIAC SZABÁLYOZÁSÁNAK MECHANIZMUSA AZ EURÓPAI UNIÓBAN

Анотація. У статті здійснено всебічний аналіз механізмів державного регулювання фінансових ринків Європейського Союзу з акцентом на роль та взаємодію макро- та мікропруденційного регулювання. У центрі дослідження – забезпечення стабільності фінансової системи та запобігання системним ризикам, значення яких особливо зросло після глобальної фінансової кризи 2008 року, пандемії COVID-19 та новітніх геополітичних загроз. Розглянуто чотири класичні моделі регулювання: інституційну (секторальну), функціональну, інтегровану та Twin Peaks. Їх застосування у країнах ЄС різняться, а кожна модель має свої переваги й недоліки. Секторальна модель забезпечує чіткий розподіл повноважень між регуляторами, але підвищує ризик виникнення конфлікту інтересів. Натомість інтегрована модель дозволяє уніфікований підхід, хоча через складність може бути менш гнучкою. Особливу увагу приділено регулюванню небанківського фінансового сектору – страхових компаній, пенсійних фондів та інших фінансових установ. Регулювання цифрових фінансових послуг, зокрема криптоактивів та DeFi-платформ, перебуває на стадії формування, однак прийняття регламенту MiCA є суттєвим кроком до посилення прозорості та захисту інвесторів. Також підкреслено необхідність інтеграції факторів сталого розвитку (ESG), оскільки кліматичні ризики можуть опосередковано загрожувати фінансовій стабільності.

Макропруденційна політика спрямована на збереження стійкості всієї фінансової системи та зниження системних ризиків, тоді як мікропруденційна забезпечує фінансову надійність окремих установ. Баланс між ними надзвичайно важливий: надмірна жорсткість мікропруденційного контролю обмежує кредитування, тоді як недостатнє макропруденційне



This is an Open Access article distributed under the terms of the [Creative Commons CC BY-NC 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)



наглядання загрожує системними кризами. У роботі проаналізовано діяльність ESRB та SSM, а також функціонування Банківського союзу й Єдиного зводу правил (Single Rulebook). Ці інститути покликані підвищувати прозорість фінансового сектору, зміцнювати довіру до ринку та знижувати системні ризики. Окремо розглянуто можливості застосування новітніх технологій (regtech, suptech), що підвищують ефективність наглядової діяльності. У висновках зазначено, що майбутній розвиток регуляторних систем залежатиме від повної інтеграції цифрових фінансових інновацій, врахування ризиків сталого розвитку та тіснішої координації макро- й мікропруденційного регулювання.

Ключові слова: макропруденційне регулювання, мікропруденційне регулювання, державне фінансове регулювання, фінансовий ринок, системний ризик, вимоги ESG, технологічні інновації.

JEL Classification: E44, D27

Absztrakt. A tanulmány célja az Európai Unió pénzügyi piacainak állami szabályozási mechanizmusainak átfogó elemzése, különös tekintettel a makroprudenciális és mikroprudenciális szabályozás szerepére és azok kölcsönhatásaira. A vizsgálat alapját a pénzügyi piacok stabilitásának biztosítása és a rendszerkockázatok megelőzése képezi, amelyek fontosságát a 2008-as globális pénzügyi válság, a COVID-19 világjárvány és a legújabb geopolitikai feszültségek is hangsúlyossá tették. A tanulmány bemutatja a négy klasszikus szabályozási modellt: az intézményi (szektorális), a funkcionális, az integrált és a Twin Peaks modellt. Ezek eltérő mértékben vannak jelen az egyes uniós tagállamok gyakorlatában, és különböző előnyöket és hátrányokat hordoznak magukban. A szektorális modell a szabályozói hatáskörök világos megosztását biztosítja, ugyanakkor növeli a szabályozói versengés és az érdekellentétek kockázatát. Az integrált modell ezzel szemben egységes fellépést tesz lehetővé, viszont a rendszer összetettségéből adódóan rugalmatlan lehet. Kiemelt figyelmet kap a nem banki pénzügyi szektor szabályozása is, különös tekintettel a biztosítók, nyugdíjpénztárak és egyéb pénzügyi szolgáltatók prudenciális felügyeletére. A digitális pénzügyi szolgáltatások, mint a kriptoeszközök és a decentralizált pénzügyi (DeFi) platformok szabályozása az EU-ban még kialakulóban van, azonban a MiCA rendelet elfogadása jelentős lépés a transzparencia és a befektetővédelem megerősítése felé. A tanulmány rámutat a fenntarthatósági szempontok (ESG) integrációjának szükségességére is, hiszen a klímakockázatok közvetve a pénzügyi stabilitást is veszélyeztethetik. A makroprudenciális szabályozás célja a pénzügyi rendszer egészének stabilitása, a ciklikus és strukturális rendszerkockázatok mérséklése. Ezzel szemben a mikroprudenciális felügyelet az egyes pénzügyi intézmények fizetőképességét, megbízhatóságát hivatott biztosítani. A kettő közötti összhang elengedhetetlen: a túlzott mikroprudenciális szigor csökkentheti a hitelnyújtást, míg a makroprudenciális kontroll hiánya rendszerszintű válságokhoz vezethet. A kutatás elemzi az ESRB és az SSM kulcsszerepét, továbbá a Bankunió és az Egységes Szabálykönyv (Single Rulebook) működését. E szabályozási keretek célja az átláthatóság növelése, a pénzügyi szektorba vetett bizalom erősítése, valamint a rendszerkockázatok mérséklése. A vizsgálat rámutat, hogy az új technológiák (regtech, suptech) alkalmazása elősegítheti a felügyeleti tevékenység hatékonyságát. A tanulmány következtetései szerint a szabályozási rendszerek jövőbeli fejlődése a digitális pénzügyi innovációk és a fenntarthatósági kockázatok teljes körű integrációján, valamint a makro- és mikroprudenciális megközelítések szorosabb összehangolásán alapul majd.

Kulcsszavak: makroprudenciális szabályozás, mikroprudenciális szabályozás, állami pénzügyi szabályozás, pénzügyi szolgáltatások, rendszerkockázat, ESG-követelmények, technológiai innovációk.

Annotation. This study presents a comprehensive analysis of the mechanisms of state regulation of financial markets in the European Union, focusing on the role and interaction of macroprudential and microprudential policies. The research emphasizes the importance of maintaining financial system stability and preventing systemic risks, particularly in light of recent global financial crises, the COVID-19 pandemic, and emerging geopolitical challenges. The paper reviews four classical regulatory models: institutional (sectoral), functional, integrated, and Twin Peaks. These models are

implemented to varying degrees across EU member states, each with distinct advantages and drawbacks. The sectoral model ensures a clear division of regulatory powers but increases the risk of conflicts of interest between authorities. Conversely, the integrated model allows for a unified approach but may lack flexibility due to its complexity. Special attention is given to the regulation of the non-banking financial sector, including insurance companies, pension funds, and other financial service providers. Regulation of digital financial services, such as crypto-assets and decentralized finance (DeFi) platforms, is still developing within the EU; however, the adoption of the MiCA regulation represents a significant step toward enhancing transparency and investor protection. The integration of sustainability (ESG) factors into prudential frameworks is also emphasized, as climate risks may indirectly threaten financial system stability. Macroprudential regulation focuses on maintaining the stability of the financial system as a whole and mitigating systemic risks, while microprudential supervision ensures the solvency and reliability of individual institutions. Achieving a balance between these two levels is crucial; excessive microprudential strictness may constrain lending, whereas insufficient macroprudential oversight could lead to systemic crises. The study analyzes the pivotal roles of the ESRB and the SSM, along with the functioning of the Banking Union and the Single Rulebook. These frameworks aim to increase transparency, strengthen market confidence, and reduce systemic risks in the EU financial sector. The potential application of innovative technologies such as regtech and suptech to enhance supervisory effectiveness is also discussed. In conclusion, the study asserts that the future development of regulatory systems will depend on the full integration of digital financial innovations, the inclusion of sustainability risks in prudential policies, and closer coordination between macroprudential and microprudential approaches.

Keywords: macroprudential regulation, microprudential regulation, financial market regulation, financial market, systemic risk, ESG requirements, technological innovations.

Probléma felvetése. A pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében az Európai Unióban egyre nagyobb hangsúlyt kap a makro- és mikroprudenciális szabályozás közötti egyensúly kialakítása. Az elmúlt évtized válságai – köztük a 2008-as globális pénzügyi krízis, a COVID-19 világjárvány, valamint az orosz-ukrán háború gazdasági hatásai – rávilágítottak arra, hogy a pénzügyi rendszer egészének biztonságát nem lehet kizárólag intézményi szinten biztosítani. Ez megerősítette a makroprudenciális szemlélet szükségességét, amely a rendszerkockázatok megelőzésére és a pénzügyi ciklus simítására fókuszál. A makroprudenciális szabályozás célja a pénzügyi rendszer aggregált szintű stabilitásának biztosítása, különös tekintettel a rendszerkockázatok – például likviditási, koncentrációs vagy összekapcsolódási kockázatok – időbeli és strukturális összetevőire. Az EU-ban ezt a szerepet elsősorban az Európai Rendszerkockázati Testület (ESRB) és a tagállamok makroprudenciális hatóságai töltik be. Az alkalmazott eszközök közé tartozik például a tőkepufferek előírása (countercyclical capital buffer – CCyB), a szektorális tőkekövetelmények vagy az adóssághék-szabályok bevezetése a háztartási hitelezés területén. Ezzel szemben a mikroprudenciális szabályozás célja az egyes pénzügyi intézmények biztonságos működésének biztosítása. Ez a szabályozási réteg kockázatalapú tőkekövetelményeket, likviditási mutatókat, kockázatkezelési előírásokat és jelentési kötelezettségeket foglal magában. Az Európai Unióban a mikroprudenciális felügyelet központi eleme a Bankunió, amelynek része a Egységes Felügyeleti Mechanizmus (SSM), amely a



jelentős bankok közvetlen európai szintű ellenőrzését látja el az Európai Központi Bank (EKB) égisze alatt. A két szabályozási szint egymásra épül, azonban nem mindig szinergikus módon. A szakirodalom rámutat arra, hogy túlzott mikroprudenciális szigor hosszú távon csökkentheti a hitelezési kapacitást, ezzel mélyítve a gazdasági visszaesést, míg a nem elégséges makroprudenciális felkészülés rendszerszintű válságokhoz vezethet. Ennek következményeként az EU-szintű szabályozásban egyre több kezdeményezés irányul a két szint koordinációjára összehangolására, különösen az olyan eszközök esetében, amelyek egyszerre szolgálják az intézményi és rendszerszintű kockázatkezelést (pl. Systemic Risk Buffer – SyRB). Az aktuális szakmai diskurzusban említésre méltó a digitális pénzügyi szektor makroprudenciális kockázatainak megjelenése is, különösen a kriptoeszközök és a decentralizált pénzügyi szolgáltatások (DeFi) térnyerése kapcsán. Az MiCA-rendelet (Markets in Crypto-Assets Regulation) elfogadása 2023-ban új szabályozási alapot teremt a digitális eszközök piacán, ám a makroprudenciális szempontok integrálása még gyerekcipőben jár. A jövő egyik legnagyobb kihívása a fenntarthatósági kockázatok makroprudenciális keretbe való beépítése lesz. Az éghajlati és környezeti kockázatok hosszú távú hatásai rendszerszintű instabilitást idézhetnek elő, amit a szabályozók – többek között az EKB és az ESRB – már integrálni próbálnak kockázati modellezési eszközeikbe.

A legújabb kutatások és publikációk elemzése. A pénzügyi piacok szabályozása az Európai Unióban (EU) az elmúlt két évtizedben jelentős fejlődésen ment keresztül, amelynek célja a pénzügyi stabilitás megőrzése, a piacok integrációjának elmélyítése és a fogyasztói bizalom erősítése volt. A szakirodalom egybehangzóan rámutat arra, hogy az uniós szabályozási mechanizmusok komplex rendszert alkotnak, amelyekben egymást kiegészítve érvényesülnek a nemzeti, uniós és nemzetközi szintű szabályozói törekvések [4].

Az uniós pénzügyi piacok szabályozásának egyik alapvető pillére a Makrogazdasági Felügyeleti Keretrendszer (Macroprudential Oversight Framework), amelynek célja a szisztemikus kockázatok azonosítása és csökkentése [3]. Ennek központi elemei az Európai Rendszerkockázati Testület (ESRB) tevékenységei, valamint a tagállami makroprudenciális hatóságok együttműködése. A rendszer lehetővé teszi a pénzügyi stabilitást veszélyeztető trendek korai felismerését és preventív intézkedések meghozatalát [6]. A mikroprudenciális szabályozás terén a szakirodalom kiemeli a Bankunió létrejöttének jelentőségét, különösen az Egységes Felügyeleti Mechanizmus (SSM) és az Egységes Szanálási Mechanizmus (SRM) szerepét [12]. Ezek a struktúrák lehetővé teszik a nagy jelentőségű bankok közös európai szintű felügyeletét, csökkentve ezzel a tagállami megközelítések széttagoltságából eredő kockázatokat [9].

A pénzügyi piacok működésének harmonizálása érdekében az EU különös figyelmet fordított az egységes szabálykönyv (Single Rulebook) kidolgozására, amely a prudenciális előírásokat (pl. CRD IV/CRR rendeletek), a befektetési szolgáltatások szabályait (MiFID II/MiFIR) és a fogyasztóvédelmi előírásokat (pl. PRIIPs rendelet) foglalja egységes keretbe [16]. A szabályozási keretrendszer célja a piacok transzparenciájának növelése és a jogbiztonság erősítése az EU egész területén. Az EU

szabályozási rendszerében emellett egyre nagyobb hangsúlyt kap a fenntartható pénzügyi piacok kialakítása. A szakirodalom szerint [18; 4] a zöld pénzügyi eszközök, ESG-kritériumok és klímakockázatok beépítése a prudenciális és piaci szabályozásba meghatározó irány lett az utóbbi években, amelyet a Taxonómia Rendelet és a Fenntartható Pénzügyek Cselekvési Terve is rögzít. Több szerző hangsúlyozza ugyanakkor a szabályozási kihívásokat és korlátokat is. Moloney [16] és Ferran [8] kiemelik, hogy az uniós szintű harmonizáció ellenére a tagállami végrehajtás eltérő maradhat, különösen a nem banki pénzügyi szektorban (pl. biztosítók, befektetési alapok esetében). A Brexit következtében felmerülő pénzügyi integrációs kérdések [12], valamint a digitális pénzügyi innovációk (pl. kriptovaluták, DeFi) szabályozási kihívásai szintén a legújabb kutatások fókuszában állnak. A szakirodalmi áttekintés alapján megállapítható, hogy az EU pénzügyi piacainak szabályozása több szintű és több szereplős rendszerként működik, amely folyamatosan alkalmazkodik a globális pénzügyi trendekhez, válságokhoz és új kockázati tényezőkhöz. Bár a Bankunió és az Egységes Szabálykönyv jelentős előrelépést hozott, további reformokra van szükség, különösen a technológiai innovációk és a fenntarthatósági célok integrálása terén.

A cikk céljának megfogalmazása. A cikk célja a pénzügyi szolgáltatási piacok állami szabályozásának meglévő modelljeinek rendszerezése a makro- és mikroprudenciális politikák végrehajtása szempontjából.

A tanulmány fő anyagának bemutatása. A szabályozás egyik módja az állami szabályozás. Ez jelentős szerepet játszik a nem banki pénzügyi szolgáltatások piacának kialakításában és fenntartható fejlődésében. Az állami szabályozás ugyanis azt jelenti, hogy az állam létrehozza a piac működésének keretfeltételeit, amelyek között a piac szereplői szabadon hozhatják meg saját vezetési döntéseiket.

A nem banki pénzügyi piac (NBPP) állami szabályozása magában foglalja a prudenciális felügyeletet, valamint a gazdasági tevékenység szabályainak betartásának felügyeletét. A prudenciális felügyelet célja a szakmai szereplők megbízhatóságának és pénzügyi stabilitásának biztosítása, valamint a rendszerkockázatok kialakulásának vagy fokozódásának megelőzése. A Világbank szakértői szerint a prudenciális felügyelet célja a piaci információ torzulásának megelőzése [19]. A gazdasági tevékenység szabályainak betartásának felügyelete (szabályozás) célja a piaci verseny fenntartása és a pénzügyi szolgáltatások fogyasztóinak jogainak védelme. Összességében az állami szabályozásnak egyensúlyt kell tartania a prudenciális felügyelet és a gazdasági szabályozás különböző feladatai között. A túlzott prudenciális szabályozás alááshatja az NBFP-piac versenyét, míg a dereguláció gyakran gyengíti a szakmai szereplők pénzügyi stabilitását. R. Krose vezetésével működő tudóscsoport [1, 146 o.] arra a következtetésre jutott, hogy a prudenciális követelmények túlzott növekedése miatt az intézményi befektetők egyre inkább rövid távú célokra kezdenek összpontosítani. Az ilyen befektetési magatartás a pénzügyi eszközök birtoklási idejének csökkenéséhez, a biztosítók befektetési portfólióinak forgási sebességének növekedéséhez, a kevésbé likvid és kockázatosabb eszközökbe történő befektetések arányának csökkenéséhez vezet.



Jelenleg a világon nincs optimális modell a pénzügyi szolgáltatási piacok szabályozására és felügyeletére. A kutatók négy klasszikus modellt különböztetnek meg az állami szabályozás és felügyelet terén (beleértve a nem banki piacokat is): intézményi, funkcionális, integrált és Twin Peaks (kétcsúcsú) modellt.

Az intézményi (szektorális) modell keretében a szabályozás a pénzügyi intézmény típusától függ, függetlenül a kínált termékektől és szolgáltatásoktól. Ebben a modellben az egyik szabályozó a bankszolgáltatások piacát ellenőrzi, a másik a biztosítási és magánnyugdíj-piaci szolgáltatásokat, egy harmadik pedig az értékpapírpiaci szereplők tevékenységét. Bár a szektorális modell világos feladatmegosztást feltételez a szabályozók között, vitás helyzetekben előfordulhat érdekellentét, például a pénzügyi intézmény stabilitása és a szabályozó hatóságok közötti verseny céljai között.

A szektorális felügyelet a legelterjedtebb megközelítés. Az utóbbi időben azonban egyre több ország vált az integrált modellre: 1999 és 2010 között az intézményi modell aránya 62%-ról 44%-ra csökkent [21]. Ennek ellenére egyes kutatók a szektorális modell előnyeit is kiemelik:

- a három szabályozó közötti verseny növeli a társadalmi jólétet [7];
- az integrált modellre való áttérés után általában nem csökkennek a szabályozási költségek, mivel például nem csökken a pénzügyi szabályozó szervek létszáma [2];
- az integrált modellben a pénzügyi rendszer stabilitásáért teljes mértékben egy szervezet felel.

A funkcionális modellben a szabályozás és felügyelet a pénzügyi tevékenység (szolgáltatás) jellege szerint történik, függetlenül a piaci szereplő jogi státuszától. Így az egyik szabályozó ellenőrzi az értékpapír-kereskedelmet, a másik a biztosítási tevékenységet, a harmadik a fogyasztói jogok védelmét, a negyedik a fizetési műveleteket, az ötödik a pénzügyi intézmények engedélyezését, a hatodik a piaci stabilitást és fizetőképességet, a hetedik a pénzügyi közvetítők közötti versenyt stb. E modell előnye a differenciált megközelítés, hátránya viszont a szabályozók közötti érdekellentétek lehetősége. Jelentős az adminisztratív költségek növekedésének kockázata is a hatáskörök rejtett átfedése miatt, ami megnövelheti a szabályozási időt.

Az integrált megközelítésben a pénzügyi szabályozást egyetlen hatóság végzi. A szabályozási hatáskörök a jegybanknál vagy azon kívül koncentrálódhatnak. Az elmúlt két évtizedben nőtt az integrált modellt alkalmazó országok száma: míg 1991 elején csak négy ország alkalmazta (Szingapúr, Norvégia, Dánia, Svédország) [8], addig 2009 végére ez 35%-ra nőtt a fejlett pénzügyi infrastruktúrájú országokban. Ez a növekedés a pénzügyi piacok globalizációjának, a pénzügyi konglomerátumok szerepének növekedésének, a pénzügyi innovációknak, az "adóparadicsomok" jelentőségének, valamint a származékos eszközök fejlődésének köszönhető. Egyes nyugati kutatók [15] szerint ez a konszolidációs tendencia a közeljövőben is folytatódni fog.

A 2008-as európai pénzügyi válság rávilágított arra, hogy a nem rezidens pénzügyi intézmények nemzeti szabályozó általi szabályozása elégtelen. Az EU-tagállamok ezért kiterjesztették a szupranacionális szabályozók hatáskörét. 2010-ben

az Európai Bizottság új szabályozó testületek létrehozását kezdeményezte az érdekellentétek kockázatának csökkentése érdekében.

A pénzügyi piacok állami szabályozásának speciális modellje a "kétcsúcsú" (Twin Peaks) modell. Jellemzői:

- a pénzügyi piac szabályozási és felügyeleti funkcióinak két szabályozó közötti megosztása. Az első felel a prudenciális felügyeletért – célja az egyes intézmények pénzügyi stabilitásának fenntartása (mikroprudenciális felügyelet), valamint az egész rendszer stabilitásáért (makroprudenciális felügyelet). A második a "piaci magatartás szabályozásáért" felel – a befektetők és fogyasztók jogainak védelméért.

- A Twin Peaks modell viszonylag új, jelenleg csak néhány ország alkalmazza: Ausztrália, Hollandia, Finnország (2009-től), Új-Zéland (2010-től), Belgium (2011-től). Kutatási jelentésekben [20] leggyakrabban Ausztrália és Hollandia példáját vizsgálják, mint az első alkalmazó országokat.

A fenti osztályozáson kívül létezik a Világbank által készített osztályozás is. A Világbank a prudenciális felügyeleti rendszer integrációs szintje alapján hat, a gazdasági szabályozás alapján pedig öt kategóriát különböztet meg. A felügyeleti és szabályozási funkciók integrációjának fokozódásával a modellek sorszáma nő (1. táblázat).

1. táblázat

Országok osztályozása a pénzügyi szolgáltatási piacok állami szabályozásának integrációjának mértéke szerint*

Prudenciális felügyeleti modell	Sorszám	Szabályozási modell	Sorszám
Szektorális felügyelet: a banki és nem banki intézmények felügyelete kívül esik a Központi Bank hatáskörén.	1	A banki tevékenységek szabályozásának hiánya	1
Szektorális felügyelet: a Központi Bank felügyeli a bankintézményeket, míg a többi pénzügyi szolgáltatási piac felügyelete kívül esik a Központi Bank hatáskörén.	2	A prudenciális szabályozó hatóság végzi.	2
Részből integrált felügyelet a központi bankon kívül	3	Szektorális szabályozás	3
Részből integrált felügyelet a jegybank hatáskörébe tartozóan	4	Szabályozó – olyan szerv, amely integrált szabályozást és felügyeletet végez	4
a központi bankon kívüli integrált prudenciális felügyelet	5	Twin Peaks (kettős célú szabályozás) – integrált szabályozás egy speciális szervben, amely nem felügyeleti szerv	5
Az integrált prudenciális felügyeletet a Központi Bank végzi	6		

* A szerző által szerkesztve a következő alapján: [21].



A táblázat tartalmához néhány magyarázatot fűzünk. Az 1-es sorszámú gazdasági szabályozási modell (a banki tevékenység szabályozásának hiánya) feltételezi, hogy nincs olyan szerv, amely felhatalmazást kapott a szabályozási tevékenység végzésére, beleértve a verseny biztosítását és a fogyasztóvédelem megvalósítását – elsősorban a bankszektorban. Ugyanakkor egyes szabályozói funkciókkal rendelkezhetnek az értékpapír-piaci vagy biztosítási hatóságok. A piaci szabályozás töredezettsége, amikor az államban létrehoznak egy intézményt, amely pénzügyi szolgáltatások – beleértve a banki ügyfelek – fogyasztói jogainak védelmével van felruházva, a 2-es sorszámú gazdasági szabályozási modellnek felel meg (olyan modell, amelyben a gazdasági szabályozást nem a prudenciális felügyeleti szerv végzi). A szektorális szabályozási modellben (3-as sorszám) külön prudenciális felügyeleti szervet határoznak meg a különféle szolgáltatásokhoz, amely egyben jogosult a szabályozási tevékenység végzésére is.

A pénzügyi szolgáltatások állami szabályozási rendszereinek hatékonyságát vizsgáló kevés számú ökonometriai kutatás közül ki kell emelni M. Melecky, és G.-M. Podpiera munkáját [13], akik 19 felügyeleti és 21 szabályozási mutató felhasználásával magyarázták a prudenciális felügyeleti és szabályozási modellek megválasztását. A kutatás eredményei a következők: a magasabb gazdasági fejlettségi szinten lévő országok hajlamosabbak a prudenciális felügyeleti rendszerek integrálására. A végrehajtó hatalom és a szabályozás minőségének javulása rendszerint a prudenciális felügyeleti modellek nagyobb integrációjához vezet. Minél függetlenebb a hitelintézeteket felügyelő jegybank, annál alacsonyabb a nem banki pénzügyi intézmények felügyeleti funkcióinak integrációja. Minél kisebb az országok gazdasági potenciálja, annál hajlamosabbak a prudenciális felügyelet integrálására, ugyanakkor a nagyobb gazdasági nyitottság mellett a pénzügyi piacok szabályozásának terén alacsonyabb integráció figyelhető meg. Minél fejlettebb a nem banki pénzügyi szolgáltatások piaca, annál kevésbé integrált a prudenciális felügyelet, ugyanakkor a szabályozás integrációs szintje nem csökken. A bankszektor koncentrációjának növekedése a banklobby hatásának növekedéséhez vezet, amely akadályozza a pénzügyi piacok hatékony szabályozási rendszerének kialakítását. Azokban az országokban, ahol a bankszektor gyengén védett a likviditási kockázatokkal szemben, és magas a külső finanszírozás aránya, általában integráltabb prudenciális felügyeleti rendszer működik.

D. Masciandaro és M. Quintyn kutatók [14; 15], 102 ország 2008–2009-es válságévekben alkalmazott felügyeleti rendszerét elemezve arra a következtetésre jutottak, hogy a felügyeleti rendszer egységesítése és centralizációja negatív hatással van az ország gazdaságára. Véleményük szerint a makro- és mikroprudenciális felügyelet két független szabályozó általi végrehajtása nagyobb átláthatóságot és egyensúlyt biztosít. Ugyanakkor egy másik kutatás [5], amely 140 országot vizsgált, megállapította, hogy a jegybank szervezetén kívül létrehozott független prudenciális felügyelet eredményeként nőtt a problémás hitelek GDP-hez viszonyított aránya, és ezek az országok hajlamosabbak a rendszerszintű kockázatokra. A nem banki pénzügyi piacok állami szabályozási rendszereinek megválasztását értékelő kutatások

eredményeinek elemzése arra utal, hogy lehetetlen egységes megközelítéseket alkalmazni a nemzeti szabályozási rendszerek kialakításában.

Meg kell jegyezni, hogy a makroprudenciális felügyelet alatt a pénzügyi piacok rendszerszintű kockázatainak minimalizálását célzó megelőző intézkedések összességét értik. A makroprudenciális kockázat fogalmát 1979-ben vezették be a Cooke Bizottság (a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság elődje) egyik ülésén. Akkoriban csak statisztikai adatgyűjtés folyt a nemzetközi hitelezés monitorozására és elemzésére, a makro- és mikroprudenciális politikák közötti különbségtétel nem volt annyira sürgető. A makroprudenciális szabályozás kérdése az 1990-es évek végi ázsiai pénzügyi válság után került a figyelem középpontjába. Az IMF egyik munkadokumentuma [10] szerint a hatékony felügyelet folyamatos, amit dokumentumalapú ellenőrzéssel kell biztosítani mikro- és makroprudenciális szinten egyaránt. A makroprudenciális elemzés a piaci és makrogazdasági információkra épül, és figyelme középpontjában a kulcsfontosságú eszközpiacok, pénzügyi közvetítők, a makrogazdasági fejlődés és a potenciális egyensúlytalanságok állnak [11]. Kifejlesztették a makroprudenciális mutatókat és pénzügyi stabilitási indexeket is, amelyek a makroprudenciális felügyelet fontos információs forrásai lettek. A makroprudenciális politika céljai:

1. a pénzügyi rendszer aggregált gazdasági sokkokkal szembeni ellenálló képességének biztosítása (pl. recesszió, külső gazdasági sokkok);
2. a rendszerkockázat bekövetkezése esetén felmerülő költségek minimalizálása – pénzügyi kockázat, amely a pénzügyi rendszer szereplőinek többségét érinti;
3. a pénzügyi ciklus kisimítása: a "buborékok" kialakulásának megelőzése a pénzügyi eszközök és hitelek piacán;
4. a "makroprudenciális politikai eszközök" alkalmazása;
5. együttműködés más állami politikai intézményekkel.

A makroprudenciális politika fő célja a rendszerkockázatok kialakulásának megelőzése a pénzügyi piacokon. Számos meghatározás létezik a rendszerkockázat fogalmára. Tág értelemben a rendszerkockázat olyan pénzügyi kockázat, amely akkor valósul meg, amikor a pénzügyi piac szereplőinek többsége fizetéseképtelenné válik, és működésükhöz a monetáris hatóság vagy a prudenciális felügyelet beavatkozására van szükség [369]. A rendszerkockázatot úgy is értelmezik, mint annak valószínűségét, hogy a pénzügyi piac egészének vagy egy részének romlása megszakítja a pénzügyi szolgáltatások nyújtását.

A fogalom szűkebb értelmezései:

1. A rendszerkockázat a likviditási kockázat megvalósulásának következménye a rendszerképző pénzügyi intézményeknél, amely továbbterjedhet hitel- és/vagy piaci kockázatként. Ez esetben a végső felelősség a végső hitelezőé. A rendszerkockázat költségeinek minimalizálása érdekében a szabályozónak a kulcsfontosságú piaci szereplőkre és értékpapírokra kell összpontosítania.
2. A rendszerkockázat a pénzügyi rendszer sérülékenységi fokát tükrözi a belső és külső negatív sokkokkal szemben. A szabályozónak elemeznie kell a belső pénzügyi ciklust és monitoroznia kell a szerkezeti egyensúlytalanságokat, valamint értékelnie kell a külső szektorból származó kockázatokat.

3. A rendszerkockázat annak valószínűségét jelenti, hogy egy pénzügyi intézmény (vagy csoport) pénzügyi helyzetének hirtelen romlása dominóhatást vált ki más intézményekre és a pénzügyi piacok többségére. Itt a szabályozók a pénz- és tőkepiaci szereplők közötti kapcsolatok értékelésére összpontosítanak.

Nyilvánvaló, hogy a mai tudományos irodalomban nincs egységes értelmezése a "rendszerkockázat" fogalmának. Egyrészt önálló pénzügyi kockázatként kezelik, amely azonosítható, mérhető, és előre jelezhető bizonyos valószínűséggel. Ugyanakkor eredete heterogén (hitel-, piaci, működési és likviditási kockázatok).

A prudenciális felügyelet másik aspektusa a mikroprudenciális felügyelet, amely olyan megelőző intézkedések összessége, amelyek célja a pénzügyi kockázatok – hitel-, piaci, működési, likviditási kockázatok stb. – megvalósulása esetén a pénzügyi piac szereplői által elszenvedett veszteségek minimalizálása. A mikroprudenciális szint közvetlenül a pénzügyi piac szakmai szereplőire terjed ki. A 2. táblázatban a makro- és mikroprudenciális politikák jellemzőit foglalták össze.

2. táblázat

A makro- és mikroprudenciális politikák összehasonlító elemzése a pénzügyi szolgáltatási piacon*

Jellemzők	Makroprudenciális politika	Mikroprudenciális politika
A végső cél	a költségek (veszteségek) minimalizálása rendszerszintű kockázat esetén a pénzügyi szolgáltatási piacok egészében	költségek (veszteségek) minimalizálása bizonyos pénzügyi intézmények bizonyos pénzügyi kockázatainak (hitel-, piaci, likviditási, működési stb.) megvalósításakor
Köztes cél	általános pénzügyi stabilitás támogatása	az egyes szervezetek pénzügyi fizetéseképtelenségének megelőzése a pénzügyi szolgáltatási piacokon
A pénzügyi rendszer szereplőinek kölcsönös kapcsolatainak és összesített kockázatainak	a pénzügyi rendszer szereplői közötti kapcsolatokat („dominóhatás”), valamint a gazdaság pénzügyi és reálszektorai közötti kapcsolatokat vizsgálják	nincsenek értékelve
Szabályozott szervezetek	csak rendszerszinten jelentős pénzügyi intézmények	minden pénzügyi intézmény (elsősorban a bankszektor)
prudenciális felügyeleti módszertan alapjául szolgáló alkalmazandó adatforrások	a pénzügyi szolgáltatási piacok rendszeralkotó résztvevőinek pénzügyi stabilitásának mutatói ; - makroprudenciális mutatók; - a korai figyelmeztető modellek jelzései.	- pénzügyi intézmények szabványosított jelentései; - bizalmas információk felügyeleti célokra.
Módszertan	makro- és mikroprudenciális politikai eszközök	
A gazdasági piaci helyzet előrejelzése makro- és mikroszinten	- valószínűségi megközelítés a pénzügyi kockázatelemzés keretében; - forgatókönyv-elemzés alkalmazása a stressztesztelés részeként.	-formális jelentéstétel elemzése; - belső ellenőrzés lefolytatása.

* saját szerkesztés.

A mikroprudenciális politikával ellentétben, amely az összes pénzügyi intézményre kiterjed, a makroprudenciális politika kizárólag a rendszerformáló pénzügyi intézményekre vonatkozik. Rendszeresen jelentős (rendszerformáló) pénzügyi intézmények alatt olyan intézményeket értenek [17], amelyek jellemzői: nagy méret és összetett pénzügyi műveletek; rendszerszintű összefonódás; nehéz helyettesíthetőség.

A makro- és mikroprudenciális politika összehasonlító elemzése keretében meg kell állapítani, hogy a makroprudenciális szabályozó szervek kizárólag aggregált szinten felelősek a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartásáért, és nem az egyes szereplők szintjén – ez utóbbi a mikroprudenciális szabályozás jellemzője.

A makroprudenciális szabályozás nagyobb szerepet játszik a pénzügyi instabilitás időszakában, amikor a pénzügyi szektor összes szereplője egyformán ki van téve a gazdasági sokkoknak; a pénzügyi ciklus ezen szakaszában a mikroprudenciális szabályozó szervek csak az egyes pénzügyi piaci szereplők pénzügyi helyzetét képesek felmérni, de nem a pénzügyi rendszer egészének stabilitását. Ezért a makroprudenciális szabályozásban elsődleges szerepet kap a különböző pénzügyi piaci szegmenseken működő rendszeresen jelentős szereplők közötti kapcsolatok elemzése.

A makroprudenciális politika végső célja – a pénzügyi rendszer rendszerkockázatának megvalósulása esetén felmerülő költségek csökkentése – közvetett célon, a pénzügyi stabilitás fenntartásán keresztül valósul meg. A mikroprudenciális politika végső célja – az egyes pénzügyi intézmények esetében a lehetséges pénzügyi kockázatok (hitel-, piaci, likviditási, működési stb.) megvalósulása esetén felmerülő költségek minimalizálása – szintén közvetett célon, a pénzügyi rendszer egyes szereplőinek fizetéseképtelenségének megelőzésén keresztül valósul meg.

Mind a makro-, mind a mikroprudenciális politika céljainak megvalósításához széles körű prudenciális eszköztárat alkalmaznak, a célzott pénzügyi kockázatok típusától függően. Kiemelendő, hogy eszközszinten a makroprudenciális politika a mikroprudenciális normákon alapul: a makroprudenciális szabályozás keretében ugyanolyan követelményeket alkalmaznak, mint a mikroprudenciális szabályozásban – a pénzügyi intézmények kötelesek megfelelő saját tőkével és likviditással rendelkezni ahhoz, hogy ellensúlyozzák a gazdasági sokkok következményeit, és teljesíteni tudják pénzügyi kötelezettségeiket külső segítség nélkül. A makroprudenciális politika eszközeinek segítségével a szabályozó képes a pénzügyi piacokon jelentkező rendszerkockázatot kezelni.

Következtetések és további kutatások kilátásai. A makroprudenciális és mikroprudenciális politikák célja a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása, de eltérő megközelítést alkalmaznak. A mikroprudenciális politika minden pénzügyi intézményre kiterjed, míg a makroprudenciális szabályozás kizárólag a rendszerformáló (rendszerszinten jelentős) intézményekre koncentrál.

A makroprudenciális szabályozás fő feladata a pénzügyi rendszer egészének stabilitásának megőrzése, különösen válságidőszakokban, amikor minden szereplő hasonló kockázatoknak van kitéve. Ezzel szemben a mikroprudenciális politika célja

az egyes intézmények kockázatainak (pl. hitel-, likviditási, piaci kockázatok) minimalizálása.

Mindkét politika hasonló prudenciális eszközöket használ (pl. tőke- és likviditási követelmények), de eltérő fókuszpontokkal. A makroprudenciális politika rendszerszintű kockázatok kezelésére, a mikroprudenciális pedig az egyes intézmények fizetőképességének megőrzésére irányul.

Perspektivikus kutatási irányok a makro- és mikroprudenciális szabályozás területén az EU-ban elsősorban a rendszerkockázatok korai felismerésére és mérésére fókuszálnak, különösen a big data és mesterséges intelligencia alkalmazásával. Fontos téma a digitális pénzügyi szolgáltatások, például a kriptoeszközök makroprudenciális kockázatainak vizsgálata és a kapcsolódó szabályozási keretek fejlesztése. Emellett kiemelt kutatási terület a fenntarthatósági és klímakockázatok beépítése a prudenciális szabályozásba, valamint az ESG-kritériumok és makroprudenciális politika összehangolása. Kihívásként jelenik meg a makro- és mikroprudenciális szabályozás hatékony összehangolása, hogy elkerüljék az alul- vagy túlszabályozást. Szintén perspektivikus terület a pénzügyi válságok előrejelzését és stressz-tesztek fejlesztését célzó kutatás, mely kiterjed a nem-bank pénzügyi szektorra is. A nemzetközi együttműködés és a szabályozási konvergencia vizsgálata, valamint a technológiai innovációk, például a fintech és regtech alkalmazása a szabályozásban, további ígéretes kutatási irányok.

Felhasznált források listája:

1. Croce R. D., Stewart F., Yermo J. (2011). Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies. OECD Journal: Financial Market Trends. Vol. 2011, No 1. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2011/09/oecd-journal-financial-market-trends-volume-2011-issue-1_g1g11699/fmt-v2011-1-en.pdf (letöltés ideje: 10.05.2025).
2. Čihák, Martin and Podpiera, Richard (2006). Is One Watchdog Better than Three? International Experience with Integrated Financial-Sector Supervision (in English), Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver), Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, vol. 56(3-4), pages 102-126, March. URL: <https://ideas.repec.org/a/fau/fauart/v56y2006i3-4p102-126.html> (letöltés ideje: 10.05.2025).
3. De Larosière, J., Balcerowitz, L., Issing, O., Masera, R., Mc Carthy, C., Nyberg, L., Pérez, J., Ruding, O., "The High –Level Group on Financial Supervision in the EU- de Larosiere Report", Brussels, 2009. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf (letöltés ideje: 10.05.2025)
4. ECB (2022): Financial Stability Review. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html> (letöltés ideje: 10.05.2025)
5. Eichengreen B., Dincer N. (2011). Who Should Supervise? The Structure of Bank Supervision and the Performance of the Financial System. NBER Working Paper Series. Working Paper No 17401. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/17401.html>
6. Farkas, Á. (2019). The EU financial supervisory architecture after the crisis: achievements and challenges." Journal of Banking Regulation, 20(2). URL: https://www.ilf-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/Adam_Farkas.pdf (letöltés ideje: 10.05.2025)
7. Frantz, Pascal and Instefjord, Norvald (2012). Financial regulation: regulatory arbitrage and regulatory harmonization. Social Science Research Network. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2027100 (letöltés ideje: 10.05.2025)



8. Ferran, E., Moloney, N., Hill J. G., Coffee, John C. Jr. (2012). The regulatory aftermath of the global financial crisis. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 6/2012. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2028003
9. Gros, Daniel (2015). "Completing the Banking Union: Deposit Insurance," CEPS Papers 11143, Centre for European Policy Studies. URL: <https://ideas.repec.org/p/eps/cepswp/11143.html> (letöltés ideje: 10.05.2025)
10. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Financial Stability Board. November 2009. URL: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf> (letöltés ideje: 10.05.2025)
11. Hirtle B., Schuermann T. and Stroh K. Macroprudential Supervision of Financial Institutions: Lessons from the SCAP. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports № 409. November 2009. URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr409.pdf (letöltés ideje: 10.05.2025)
12. Howarth, D. & Quaglia, L. (2018). The Difficult Construction of a European Deposit Insurance Scheme. Journal of Economic Policy Reform, 21(3). URL: <https://orbi.lu.uni/bitstream/10993/36423/1/Howarth%20and%20Quaglia%20The%20Difficult%20Construction%20of%20a%20European%20Deposit%20Insurance%20Scheme.pdf> (letöltés ideje: 10.05.2025)
13. Melecky, Martin & Podpiera, Anca Maria. Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Emerging Benchmark Models. Journal of Financial Stability, p. 1-23. Link: <https://blogs.worldbank.org/en/allaboutfinance> (letöltés ideje: 10.05.2025)
14. Masciandaro D., Quintyn M. (2011). The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?. IMF Working Paper. No WP/11/261. November. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11261.pdf> (letöltés ideje: 10.05.2025)
15. Masciandaro, Donato & Quintyn, Marc. After the Big Bang and Before the Next One? Reforming the Financial Supervision Architecture and the Role of the Central Bank - A Review of Worldwide Trends, Causes and Effects (1998-2008). Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2009-37. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/after-big-bang-and-next-reforming-financial-supervision-architecture-and-role-central> (letöltés ideje: 10.05.2025)
16. Moloney, N. (2014). EU Securities and Financial Markets Regulation. Oxford University Press.
17. Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions. Report to G20, September 2009. URL: https://www.fsb.org/uploads/r_101111a.pdf (letöltés ideje: 10.05.2025)
18. Scholtens, B. (2017). Why Finance Should Care about Ecology. Ecological Economics, 134. URL: https://research-repository.st-andrews.ac.uk/bitstream/handle/10023/13253/Scholtens_2017_TEE_Ecology_AAM.pdf;jsessionid=D8C371ACB1041234116167FBF8F963AE?sequence=1 (letöltés ideje: 10.05.2025)
19. The Global Financial Development Database. 1960-2011. The World Bank, November 2013 (<http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>).
20. The structure of Financial Supervision Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Group of Thirty. Washington, DC, 2008. URL: <https://www.legco.gov.hk/yr08-09/english/panels/fa/papers/fa0223cb1-837-3-e.pdf> (letöltés ideje: 10.05.2025)
21. World Bank (2013). Bank Regulation and Supervision Survey, 2011–2012. www.worldbank.org/financialdevelopment.

<i>Отримано:</i>	11.05.2025	<i>Beérkezett:</i>	2025.05.11	<i>Received:</i>	11.05.2025
<i>Прийнято до друку:</i>	19.06.2025	<i>Elfogadva:</i>	2025.06.19	<i>Accepted:</i>	19.06.2025
<i>Опубліковано:</i>	25.06.2025	<i>Megjelent:</i>	2025.06.25	<i>Published:</i>	25.06.2025