

УДК 336.76

Юлія Єльнікова

Iulia Ielnikova

**НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ РОЗВИТКУ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ  
РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ****SCIENTIFIC AND METHODOLOGICAL BASES OF STATE REGULATION  
OF FINANCIAL DERIVATIVES**

*У статті здійснено аналіз функціонування сучасної системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів України. Порівняльний аналіз існуючих варіантів реформування системи регулювання вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів дозволив обрати модель, яка максимально враховуватиме особливості українського ринку похідних фінансових інструментів.*

**Ключові слова:** ринок похідних фінансових інструментів, модель перехресного регулювання, органи регулювання ринку похідних фінансових інструментів, пруденційний нагляд.

*В статье осуществлен анализ функционирования современной системы регулирования рынка производных финансовых инструментов Украины. Сравнительный анализ существующих вариантов реформирования системы регулирования отечественного рынка производных финансовых инструментов позволил выбрать модель, которая будет максимально учитывать особенности украинского рынка производных финансовых инструментов.*

**Ключевые слова:** рынок производных финансовых инструментов, модель перекрестного регулирования, органы регулирования рынка производных финансовых инструментов, пруденциальный надзор.

*In the article the functioning of modern regulation system of financial derivatives market in Ukraine is analyzed. Comparative analysis of existing options for the reform of domestic derivatives market regulation allowed to choose the model that counts peculiarities of Ukrainian market of financial derivatives at most.*

**Keywords:** financial derivatives market, cross-regulation model, government regulation of financial derivatives market, prudential supervision.

**Постановка проблеми.** У сучасних умовах функціонування ринку похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ) неможливо уявити без активного впливу держави, яка встановлює й контролює правові основи ринкових відносин та визначає ключові правила здійснення діяльності суб'єктами на ринку. Необхідність регулювання цього ринку зумовлена тим, що згідно з теорією циклічності існує досить високий рівень ймовірності повторення кризових явищ на ринку ПФІ у значно більших масштабах. У свою чергу, забезпечення ефективного регулювання ринку ПФІ державою можливе лише шляхом встановлення чітких, раціональних засад регулювання взаємовідносин, які склалися на ринку між його учасниками. У зв'язку з цим досить актуальним є вирішення питань щодо обґрунтування науково-методичних засад державного регулювання ринку ПФІ.

**Аналіз останніх джерел досліджень і публікацій.** Теоретичні питання, що стосуються вітчизняної системи регулювання фінансового ринку в цілому та ринку ПФІ зокрема, досліджували такі вітчизняні й зарубіжні науковці: О. М. Лозова [2], І. О. Макаренко [4], С. В. Міщенко [5], І. О. Школьник [8], В. І. Полухович [7] та інші. У наукових джерелах переважає теоретичний аналіз системи регулювання через розгляд функцій та взаємовідносин органів регулювання. Проте поява нових фінансових інструментів і учасників на ринку ПФІ розширює коло об'єктів, що підлягають обов'язковому регулюванню. Тому, вважаємо за доцільне здійснити критичний аналіз функціонуючої системи регулювання ринку ПФІ України, який дозволить обрати напрямок її реформування.

**Постановка завдання.** Дослідити й охарактеризувати сучасну систему регулювання вітчизняного ринку ПФІ та обрати напрямок її реформування.

**Викладення основного матеріалу.** Український ринок ПФІ, незважаючи на його незначні обсяги, має винятково складну та суперечливу структуру державного регулювання. Однією з особливостей системи державного впливу на вітчизняний ринок ПФІ є відсутність єдиного органу регулювання з чітко визначеною функціональною компетенцією. На сьогодні в Україні регулювання ринку ПФІ здійснює велика кількість державних органів, сукупність яких можна розділити на дві групи:

– загальної компетенції (законодавчий рівень):

1) Президент України (в межах своєї компетенції видає укази та розпорядження, що мають підзаконний характер і є обов'язковими для виконання);

2) Верховна Рада України (координація розробки нормативно-правових актів, які регламентують регулювання ринку ПФІ);

3) Кабінет Міністрів України (здійснення державної регуляторної політики у сфері функціонування ринку ПФІ);

4) судові органи (врегулювання спорів, що виникли між суб'єктами ринку ПФІ, а також виносять вироки для порушників законодавства України та вирішують спори між учасниками цього ринку).

– спеціальної компетенції (виконавчий рівень):

1) основні: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР), Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (далі – НКРРФП), Національний банк України (далі – НБУ);

2) дорадчі: Державна служба фінансового моніторингу України, Національний депозитарій України, Антимонопольний комітет України, Державна служба статистики України, Рада з питань бухгалтерського обліку, Міністерство доходів і зборів.

Щодо органів загальної компетенції відзначимо лише те, що вони створюють передумови для формування й ефективного функціонування суб'єктів ринку та інших органів державного регулювання.

Стосовно органів спеціальної компетенції, розподіл регулятивних та наглядово-контрольних функцій між ними подано в табл. 1.

Таблиця 1

**Розподіл регулятивних та наглядово-контрольних функцій між державними органами на ринку ПФІ України**

<b>Орган регулювання і контролю</b>	<b>Функції</b>
Національний банк України	Захист та забезпечення стійкості національної грошової одиниці, розвиток фінансової системи за допомогою інструментів грошово-кредитної та валютної політики; розвиток, зміцнення та контроль за банківською системою в цілому (банківське регулювання та банківський нагляд)
Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, додержання законодавства у цій сфері
Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг	Здійснення державного регулювання та нагляду за наданням фінансових послуг та додержанням законодавства у цій сфері; захист прав споживачів фінансових послуг; розроблення і затвердження обов'язкових до виконання нормативно-правових актів
Державна служба фінансового моніторингу	Протидія відмиванню коштів та фінансуванню тероризму через операції на ринку ПФІ
Міністерство фінансів України	Розробка та забезпечення реалізації єдиної державної фінансової, бюджетної, податкової, митної політики, політики у сфері державного внутрішнього фінансового контролю та здійснення контролю за її проведенням
Рада з питань бухгалтерського обліку	Вдосконалення організаційних форм і методів бухгалтерського обліку, розробка заходів і нормативних документів щодо подальшої гармонізації національної системи бухгалтерського обліку з рекомендаціями міжнародних стандартів обліку
Антимонопольний комітет України	Здійснення державного контролю над учасниками ринку фінансових послуг з приводу дотримання законодавства про захист економічної конкуренції, запобігання, виявлення і припинення порушень законодавства про захист економічної конкуренції
Національний депозитарій України	Забезпечення формування та розвиток Національної депозитарної системи, функціонування єдиної системи депозитарного обліку і обслуговування обігу цінних паперів, інтеграції Національної депозитарної системи у міжнародну систему депозитарних установ, що забезпечують функціонування світових ринків капіталу
Державна служба статистики України	Реалізація державної політики у сфері статистики та внесення пропозицій щодо її формування. Створення єдиної системи обліку та статистики на всій території України та її узгодження з міжнародними стандартами і методологією
Міністерство доходів і зборів	Забезпечення формування єдиної державної податкової політики в частині адміністрування податків і зборів, а також боротьба з правопорушеннями під час застосування податкового законодавства щодо операцій з ПФІ, здійснення в межах своїх повноважень контролю за надходженням до бюджетів та державних цільових фондів податків і зборів та інших платежів

Джерело: складено автором.

Відповідно до табл. 1 регулювання ринку ПФІ в Україні здійснюється за групами фінансових інститутів, а не за функціональною ознакою інститутів регулювання. В результаті такої побудови система регулювання є розпорошеною між органами, функції яких частково дублюються, тим самим призводячи до надлишкового регулювання та ускладнення розвитку ринку ПФІ. Зазначені проблеми породжені, перш за все, недосконалою законодавчою базою, яка не визначає чіткого розмежування сфер впливу кожного з регуляторів та передбачає дублювання регулятивних повноважень.

У свою чергу, важливою умовою дієвості існуючої організаційної структури державного регулювання ринку ПФІ є забезпечення належної співпраці і координованості між основними регуляторами. З цією метою нормативною базою передбачено, що НКЦПФР, НКРРФП та НБУ зобов'язані проводити оперативні наради у визначені терміни.

Сучасна інституційна структура державного регулювання ринку ПФІ зображена на рис. 1.

Отже, на ринку ПФІ безпосередні регулятивні та наглядові повноваження здійснюються за інституційним принципом кожним із регуляторів – емітентів цінних паперів, в т. ч. організаторів торгів, інфраструктурних інститутів, компаній реального сектора – НКЦПФР, банківських установ – НБУ, небанківських фінансових посередників – НКРРФП. Щодо ринку товарних похідних інструментів, то зазначені повноваження виконує Міністерство економічного розвитку та торгівлі.

Ця особливість, що в Україні за моделлю США основним регулятором на ринку ПФІ є небанківський орган – НКЦПФР, зумовлена тим, що в Україні формування цього ринку багато в чому обумовлювалось джерелами допомоги та діяльністю груп технологічної допомоги, яка надавалась різними західними країнами: Агентство США з міжнародного розвитку (United States Agency for International Development, USAID – США), Українсько-європейський дорадчий центр з питань законодавства (Ukrainian-European Policy and Legal Advice Centre, UEPLAC – Німеччина), а формування депозитарної системи здійснювалось за допомогою Франції [7, с. 157].

Отже, зазначене вище свідчить про існування гострої необхідності у реформуванні існуючої системи державного регулювання ринку ПФІ.

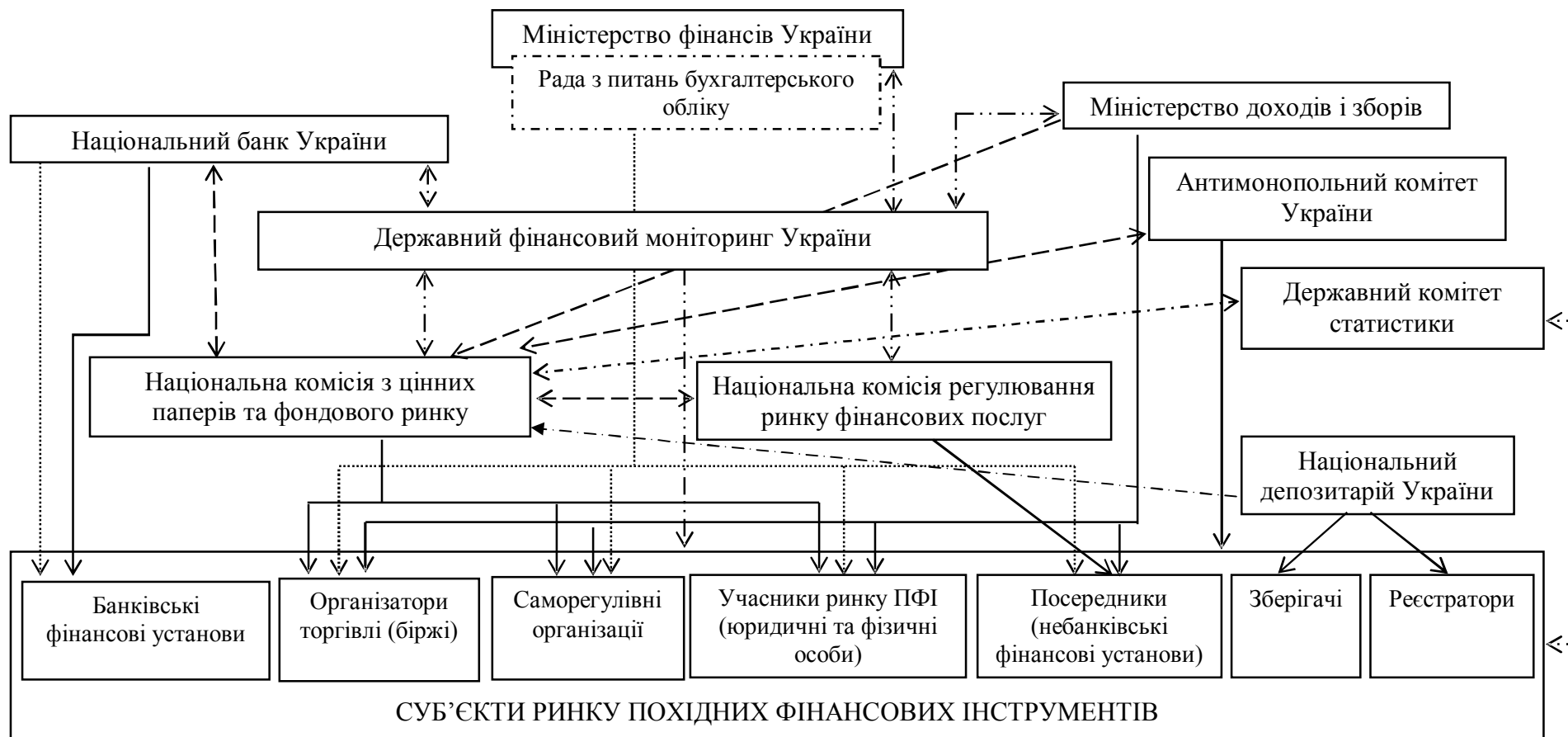
Слід відзначити, що експертами НБУ була розроблена так звана «Зелена книга» – «Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором України» [1]. У ній визначено чотири напрями рекомендацій з підвищення регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні, а саме:

- подальша розбудова існуючих регуляторів (НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП) шляхом посилення їх незалежності;
- створення окремого мегарегулятора;
- створення мегарегулятора при НБУ;
- запровадження діяльності двох окремих органів регулювання та нагляду (Служби фінансового нагляду при Національному банку, Регулятора фінансового ринку) [1].

Окрім першого варіанта реформування системи регулювання ринку ПФІ, запропонованого експертами НБУ, інші передбачають зміну моделі регулювання. У свою чергу, дискусія щодо доцільності зміни моделі регулювання фінансового ринку України має двояку природу: по-перше, світова фінансова криза поставила перед регуляторами складне завдання – забезпечення стійкості та прозорості фінансових ринків і систем за допомогою консолідованого нагляду і регулювання, що загалом також заохочується в нормах Базеля II і актуалізується при обговоренні Базеля III, з урахуванням інтеграційних намірів України; по-друге, передчасна консолідація регуляторів на несформованому ринку може викликати його ще більшу дестабілізацію і втрату існуючих нормотворчих здобутків [3].

Загалом, на нашу думку, ідея про створення мегарегулятора фінансового сектора України, що визначатиме єдину політику розвитку цього сектора і здійснюватиме його ефективне регулювання та макропруденційний нагляд, має право на існування. Проте ми вважаємо, що створення мегарегулятора є не лише передчасним рішенням, а й шкідливим в умовах нестійкого фінансового ринку України та ринку ПФІ.

Беручи до уваги зазначене вище, ми вважаємо, що з метою побудови ефективної системи регулювання ринку ПФІ слід застосовувати модель перехресного регулювання, оскільки, на нашу думку, використання секторної моделі регулювання сприяє поглибленню існуючих проблем ринку ПФІ, а створення мегарегулятора призведе до появи ряду нових проблем, пов'язаних з низьким рівнем оперативного реагування на правопорушення на ринку, погіршенням дисципліни учасників, створенням регуляторної монополії, обмеженням синергетичного ефекту тощо. Натомість розмежування регуляторних повноважень, яке передбачає модель перехресного регулювання, дозволяє частково забезпечити переваги та нейтралізує ризики, пов'язані з використанням двох інших моделей.



- > – Відносини регулювання
- - - - -> – Відносини інформаційного забезпечення
- < - - - -> – Договірні відносини співпраці в галузі регулювання ринку ПФІ
- < - - - -> – Договірні відносини співпраці в галузі фінансового моніторингу ринку ПФІ
- · · · ·> – Відносини щодо проведення фінансового моніторингу
- · · · ·> – Відносини щодо методологічного забезпечення

**Рис. 1. Сучасна інституційна структура державного регулювання ринку ПФІ**

Крім цього, запровадження моделі перехресного регулювання дозволить отримати ряд переваг, а саме:

- вироблення уніфікованого підходу до регулювання та нагляду за учасниками ринку ПФІ;
- виключення можливості дублювання функцій органів регулювання;
- запровадження консолідованого нагляду за основними учасниками ринку ПФІ;
- анулювання ризику бюрократизації органу регулювання та нагляду;
- запровадження макропруденційного нагляду [6].

Базуючись на вказаних вище положеннях, нами запропоновано структуру системи регулювання ринку ПФІ (рис. 2), що побудована за поширеною в світовій практиці моделлю перехресного регулювання.

Удосконалена інституційна система регулювання ринку ПФІ передбачає існування двох незалежних регуляторів, а саме:

- Служба фінансового нагляду при Національному банку, яка здійснюватиме пруденційний нагляд як банківських фінансових установ, так і небанківських.
- Регулятор ринку ПФІ, який встановлюватиме правила та здійснюватиме нагляд за діяльністю на ринку, захист прав інвесторів і споживачів фінансових послуг, а також питання, пов'язані з конкуренцією на ринку.

При цьому, беручи до уваги специфіку функціонування та розвитку вітчизняного ринку ПФІ, один орган не зможе ефективно здійснювати регулювання цього ринку, через що, на нашу думку, в ролі такого регулятора мають виступати кілька органів регулювання, які функціонуватимуть за інституційним принципом: банківських установ – НБУ, емітентів цінних паперів, у т.ч. компаній реального сектора, організаторів торгів, інфраструктурних інститутів – НКЦПФР, небанківських фінансових посередників – НКРРФП.

Слід відзначити, що однією з основних проблем існуючої системи регулювання є відсутність пруденційного нагляду. З метою усунення цього недоліку та уникнення ризику бюрократизації системи регулювання ми вважаємо за доцільне створення Служби фінансового нагляду при НБУ. На користь створення цієї служби саме при НБУ свідчить ще й те, що саме система банківського регулювання в Україні функціонує більш-менш ефективно, а НБУ має чималий досвід у здійсненні пруденційного нагляду за банківськими установами.

При цьому, правовою основою функціонування представленої системи може бути меморандум про співпрацю та комунікації державних органів з питань розвитку ринку ПФІ в Україні, який визначатиме її склад, повноваження, особливості діяльності тощо. Слід відзначити, що саме створення подібних меморандумів разом із взаємним представництвом керівництва регуляторів у колективних органах, створенням робочих груп та неформальних контактів є одним із найбільш популярних у світовій практиці способів досягнення відповідного рівня обміну інформацією [5].

У свою чергу, функціонування цієї системи регулювання буде організовано за принципом міжвідомчих консультацій та інформаційно-статистичної діяльності. З метою повноцінної реалізації цього принципу на практиці необхідно впровадити елементи підзвітності й контролю у діяльність підсистеми, що становитиме, так би мовити, «скелет» цієї системи.

Основною ж метою функціонування системи регулювання ринку ПФІ має бути розробка та впровадження концептуальних засад розвитку цього ринку.

Слід зазначити, що на сьогодні існує ряд проблем, які безпосередньо пов'язані з відсутністю органу, який відповідав би за розроблення політики всього фінансового сектора. Зіставляючи особливості функціонування фінансового ринку та функціональне призначення окремих органів виконавчої гілки, ми підтримуємо пропозицію щодо покладення відповідальності стосовно розроблення політики фінансового сектора на Міністерство фінансів України. Реалізація цієї пропозиції на практиці забезпечить ряд переваг:

- наявність стратегічного бачення щодо основних засад та напрямів подальшого розвитку фінансового сектора;
- відсутність ризику концентрації значних повноважень у рамках одного регуляторного органу;
- можливість запровадження єдиного інформаційного каналу щодо висвітлення спрямування політики та формування очікувань;
- можливість оперативного внесення змін у політику щодо фінансового сектора;
- краща взаємодія з іншими органами державної виконавчої влади [1].

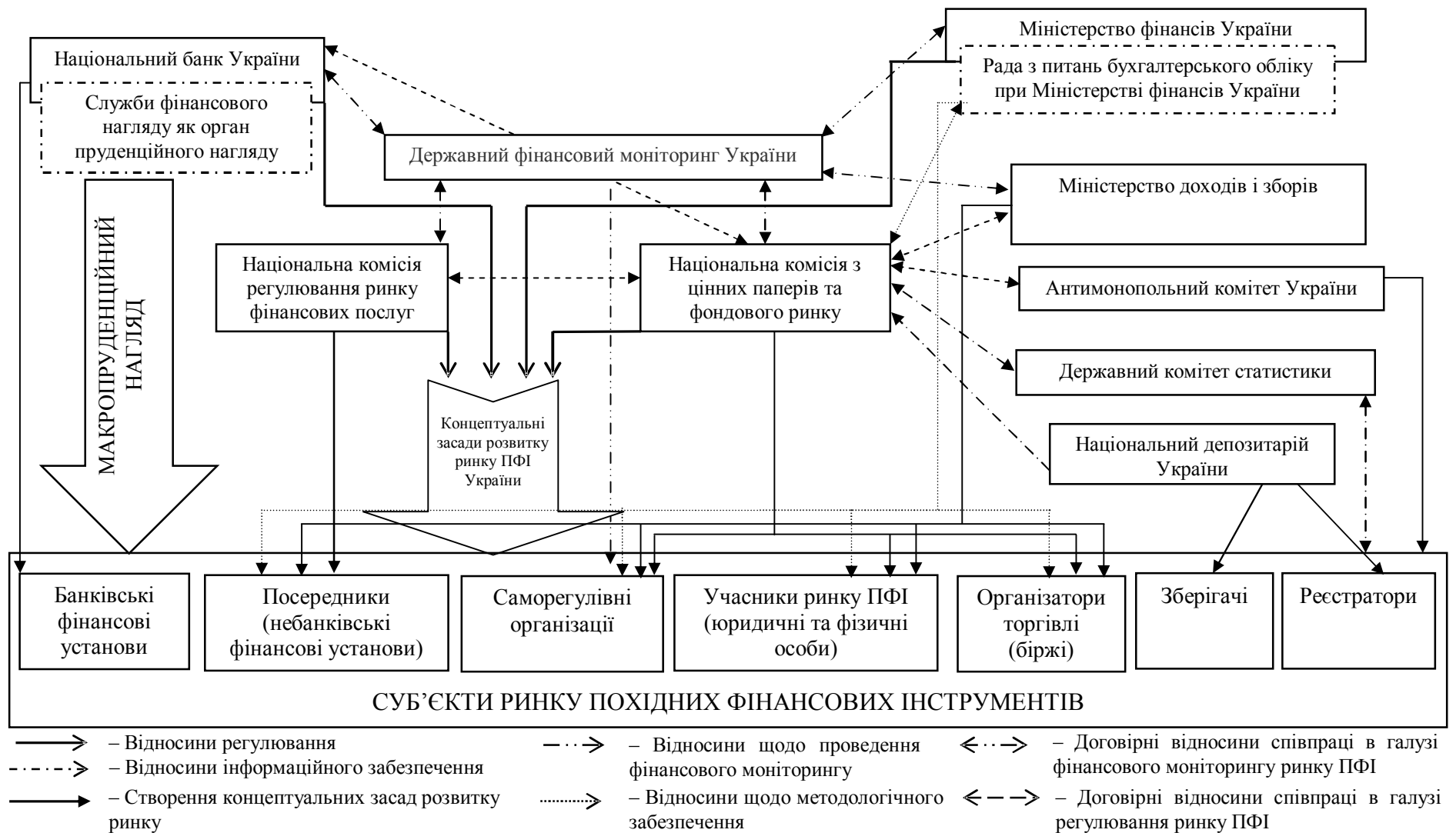


Рис. 2. Запропонована інституційна структура державного регулювання ринку ПФІ на основі моделі перехресного регулювання

При цьому, на нашу думку, доцільним є залучення Міністерства фінансів України до розробки концептуальних засад розвитку вітчизняного ринку ПФІ, оскільки це забезпечить нівелювання ризику суперечності в розвитку фінансового ринку та його сегментів.

Основними перевагами створення цієї системи регулювання ринку ПФІ є:

- забезпечення більш якісного нагляду та регулювання окремих сегментів вітчизняного ринку ПФІ;
- відсутність ризику концентрації великої кількості повноважень у рамках одного регуляторного органу;
- сприяння розвитку ринку ПФІ та його складових завдяки зближенню регуляторів з відповідними сегментами ринку;
- відсутність потреби у додатковому фінансуванні з Державного бюджету;
- підвищення прозорості ринку шляхом систематичної публікації звітів щодо стану та розвитку ринку;
- покращення інформованості громадян щодо діяльності відповідних органів регулювання шляхом надання відповідної інформації в межах звітів про стан фінансового ринку в цілому;
- поліпшення взаємодії між органами регулювання ринку ПФІ;
- відсутність необхідності внесення значних змін до основних Законів з питань регулювання фінансового сектора щодо перерозподілу повноважень між органами;
- нівелювання ризику бюрократизації органів регулювання;
- забезпечення узгодження та координація дій органів регулювання в межах здійснення макро- та мікропруденційного нагляду за ринком ПФІ та його контрциклічного регулювання.

**Висновки.** Сьогодні спостерігається динамічний розвиток ринку ПФІ, основною причиною цього виступає зростання інтересу з боку суб'єктів до ПФІ як засобу отримання спекулятивного прибутку. Проте, порівнюючи з відповідним міжнародним ринком, в Україні рівень розвитку цього сегмента фінансового ринку є низьким, що є результатом сумарного впливу ряду проблем. Вирішення проблем функціонування ринку ПФІ пропонується здійснювати шляхом незначного реформування існуючої системи регулювання ринку ПФІ шляхом трансформування моделі секторного регулювання на модель перехресного регулювання, оскільки саме вона дозволить урахувати основні недоліки існуючої української системи регулювання ринку ПФІ (недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами, фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень транспарентності тощо). Запропоновані заходи з реформування регулювання ринку ПФІ покликані усунути недоліки діючої системи регулювання, сприяти зростанню прозорості, підзвітності, конкурентності ринку ПФІ з метою отримання переваг його учасниками.

#### Список використаної літератури

1. Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором України : Зелена книга [Електронний ресурс]. – К., 2010. – Режим доступу : [www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena\\_kniga.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena_kniga.pdf). – Офіційний сайт Національного банку України.
2. Лозова О. М. Еволюція економічних концепцій державного регулювання економіки / О. М. Лозова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 6. – С. 133–137.
3. Макаренко І. О. Реформування регулювання ринку похідних фінансових інструментів / І. О. Макаренко // Актуальні проблеми розвитку національної економіки України : матеріали міжнар. наук. студентсько-аспірантської конф. (13-14 травня 2011 р.) / Львівський нац. ун-т ім. Івана Франка. – Львів : ЛНУ ім. Івана Франка, 2011. – С. 321–323.
4. Макаренко І. О. Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України : дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / І. О. Макаренко ; УАБС НБУ. – Суми : [Б. В.], 2011. – 264 с.
5. Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С. 43–52.
6. Офіційний сайт Європейського центрального банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.eu>. – Europeancentralbank
7. Полюхович В. І. Особливості використання світового досвіду у процесі формування моделі державного регулювання фондового ринку України / В. І. Полюхович // Приватне право і підприємництво : зб. наук. праць. – 2011. – Вип. 10. – С. 156–159.
8. Школьник І. О. Фінансовий ринок України : сучасний стан і стратегія розвитку : [монографія] / І. О. Школьник. – Суми : ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

## References

1. Consultations concerning the increasing of regulation and control efficiency of financial sector of Ukraine: Green book (2010). [Internet]. Kyiv. Available from: <[www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena\\_kniga.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena_kniga.pdf)>. – Official site of National bank of Ukraine.
2. Lozova, O. M. (2007) The evolution of economic concepts of government regulation of economy. *Formuvannya rynkovykh vidnosyn v Ukraini*, (6), pp. 133–137.
3. Makarenko, I. O. (2011) The reformation of regulation of financial derivatives market. *Aktual'ni problemy rozvytku natsional'noyi ekonomiky Ukrainy* : the materials of international scientific students and postgraduates' conference (May, 13-14). – L'viv: LNU im. Ivana Franka, pp. 321–323.
4. Makarenko, I. O. (2011) Sustainable development of financial derivatives market: Ph.D. thesis. Sumy, 264 p.
5. Mishchenko, S. V. (2009) Problems of self-regulation improvement at financial market. *Finansy Ukrainy*, (9), pp. 43–52.
6. Ofitsial site of European central bank [Internet]. – Available from: <<http://www.ecb.eu>>
7. Polyukhovych, V. I. (2011) The peculiarities of world experience use in the process of formation of the model of state regulation of stock market in Ukraine. *Pryvatne pravo i pidpryyemnytstvo*: the collection of scientific works, (10), pp. 156–159.
8. Shkol'nyk, I. O. (2008) Financial market of Ukraine: modern state and the strategy of development. Sumy: VVP «Mriya» TOV, UABS NBU, 348 p.

Стаття надійшла до редакції 07.02.2014.

## Відомості про автора

**Ю. В. Єльнікова**, аспірант кафедри бухгалтерського обліку і аудиту, Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України».