

УДК 336.764

**І. М. Бурденко**, канд. екон. наук, доц.,  
**Ю. В. Єльнікова**, аспірантка,  
ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”

## СУЧАСНІ СВІТОВІ МОДЕЛІ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

*У статті здійснено аналіз практичного досвіду використання моделей регулювання ринку похідних фінансових інструментів на прикладі таких країн, як Німеччина, Великобританія, Франція та США. У результаті проведеного дослідження було виокремлено переваги та недоліки існуючих моделей регулювання. Порівняльний аналіз переваг існуючих моделей і недоліків функціонуючої системи регулювання вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів дозволив обрати модель, яка максимально враховуватиме особливості українського ринку ПФІ.*

*Ключові слова:* ринок похідних фінансових інструментів, мегарегулятор, секторна модель регулювання, модель перехресного регулювання, саморегулівна організація.

**Постановка проблеми.** Фінансова криза 2007–2008 рр. розкрила значну кількість недоліків функціонування регулятивного механізму ринку похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ) як на рівні окремо взятої держави, так і на рівні глобальних регуляторів, сукупний вплив яких породжує необхідність у реформуванні всієї архітектури цього ринку. Враховуючи негативні наслідки цієї кризи, на нашу думку, посткризова фінансова архітектура повинна бути спрямована на посилення регулювання глобального фінансового ринку загалом та його сегментів, у тому числі ринку ПФІ. Беручи до уваги незначний вітчизняний досвід у регулюванні ринку ПФІ, вважаємо за доцільне здійснити аналіз світових моделей регулювання цього сегмента фінансового ринку, що дозволить створити більш ефективну регулятивну архітектуру українського ринку ПФІ.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичні питання, що стосуються світового досвіду регулювання фінансового ринку загалом та ринку ПФІ зокрема досліджували такі вітчизняні та зарубіжні науковці: М. І. Галочкін [1], А. М. Єрмошенко [2], О. І. Лаврушин [5], Г. М. Кизима [4], І. О. Школьник [17], Н. О. Щепочкіна [18] та інші. У наукових джерелах переважає аналіз моделей регулювання через розгляд функцій і взаємовідносин органів регулювання, зокрема мегарегуляторів. Поява нових фінансових інструментів і учасників на ринку ПФІ розширює коло об'єктів, що підлягають обов'язковому регулюванню. Тому вважаємо за потрібне здійснити критичний аналіз практичного

застосування світових моделей регулювання ринку ПФІ, який дозволить обрати напрямок реформування вітчизняної системи регулювання ринку ПФІ.

**Мета статті** – дослідити і охарактеризувати сучасні світові моделі регулювання фінансового ринку та ринку похідних фінансових інструментів зокрема та обрати напрямок реформування вітчизняної системи регулювання ринку ПФІ.

**Виклад основного матеріалу.** У регулюванні фінансового ринку виділяють три підходи: фінансовий лібералізм (регулювання провадиться виключно саморегулювальними організаціями (далі – СРО)), фінансовий консерватизм (надання широких регулятивних повноважень відповідним державним органам контролю та нагляду) та поміркований лібералізм (державним органам дозволяється здійснювати мінімальне втручання у функціонування фінансових інститутів шляхом створення загальних умов для їх діяльності, обмеження рівня системного ризику тощо).

Відповідно до зазначених підходів виділяють такі моделі регулювання ринку ПФІ: секторна, перехресна та модель єдиного регулятора (мегарегулятора) (табл. 1).

**Таблиця 1 – Світовий досвід застосування моделей регулювання фінансовим ринком [2 ; 4]**

Модель	Країна	Кількість органів
Мегарегулятора	Австрія, Бельгія, Данія, Ірландія, Казахстан, Латвія, Мальта, Німеччина, Польща, Словаччина, Угорщина, Швеція, Чеська Республіка, Естонія, Швейцарія	1
Секторна	США	5
	Італія, Кіпр, Румунія, Франція	4
	Білорусь, Греція, Іспанія, Китай, Литва, Португалія, Росія, Словенія, Україна	3
	Болгарія, Люксембург, Фінляндія	2
Перехресна	Італія, Франція	4
	Австралія, Португалія, Великобританія	3
	Нідерланди	2

Розглянемо особливості функціонування кожної із зазначених моделей через аналіз системи регулювання розвинутих країн.

Сьогодні близько третини суверенних держав застосовують модель єдиного регулятора у фінансовому секторі.

Однією з країн, де використовується модель мегарегулятора, є Німеччина. У ролі такого мегарегулятора виступає Федеральне відомство фінансового нагляду (Federal Financial Supervisory Authority – (BAFin)). BAFin здійснює нагляд за діяльністю кредитних інститутів, страхових компаній, компаній, які займаються торгівлею цінних паперів, і компаній, що надають фінансові послуги. Діяльність відомства контролюється Міністерством фінансів Німеччини та фінансується цілком із відрахувань компаній, за якими здійснює нагляд. При цьому, незважаючи на створення мегарегулятора, Бундесбанк (Німецький федеральний банк) відповідно до Закону про кредитну систему несе відповідальність за стабільність фінансової системи і здійснює контроль над кредитними інститутами та установами з надання фінансових послуг.

Велика популярність моделі мегарегулятора пов'язана з рядом таких переваг, що виникають у процесі її використання, як:

- нагляд за діяльністю фінансових конгломератів, регулювання якої потребує здійснення оцінки ризику на консолідованій основі [9];
- забезпечення конкурентної нейтральності між банками, страховими компаніями, фірмами;
- запобігання регуляторним “перекосам” та дублюванню функцій;
- забезпечення регуляторної гнучкості;
- підвищення ефективності (економія від масштабу) шляхом скорочення операційних витрат [8];
- подолання фрагментарності та непослідовності нормативної бази [7];
- уніфікований підхід до різних типів фінансових інститутів, що забезпечують прозорість регуляторної системи;
- моніторинг за всією фінансовою системою, оперативне реагування на різноманітні обставини та ризики й запровадження необхідних заходів;
- стимулювання співпраці та налагодження контактів з бізнесом та міжнародними організаціями, а також з державними органами зарубіжних країн [16].

Незважаючи на явні переваги, модель єдиного регулятора не позбавлена суттєвих недоліків, які пов'язані з існуванням ризику недотримання балансування між різними цілями регулювання [19], негнучкості та бюрократизації мегарегулятора [8], ризику створення регуляторної монополії та захоплення регулювання [12], ризику обмеженості синергетичного ефекту в результаті відсутності необхідних змін організаційного характеру, морального ризику [10].

Через існування значної кількості недоліків, пов'язаних з використанням моделі єдиного регулятора, на сьогодні спостерігається тенденція до переходу до перехресної моделі регулювання ринку ПФІ. Прикладом таких змін є Великобританія.

На початкових етапах функціонування англійського ринку ПФІ регулювання ринку здійснювалося професійними учасниками ринку. Так, контроль за фондовою біржею здійснювався Радою з цінних паперів та інвестицій (Securities and Investment Board – (SIB)). У 1997 р. уряд Великобританії виступив з ініціативою об'єднати в єдиний орган всі організації, які займаються регулюванням фінансового ринку. З цією метою були розширені повноваження SIB, а сама Рада була перейменована в Управління фінансового регулювання та нагляду (Financial Services Authority – (FSA)), яке здійснювало свою діяльність на основі Financial Services and Markets Act (FSMA, 2000 р.). Протягом п'яти років після прийняття цього Акта FSA були передані повноваження всіх СРО та державних органів у сфері регулювання ринку ПФІ – Рада з цінних паперів та ф'ючерсів (Securities and Futures Authority) [1; 14]. Також Управлінню були передані контрольні функції й Банку Англії у сфері регулювання банків, через що в юрисдикції останнього залишилася лише кредитно-грошова політика. Отже, створений мегарегулятор контролював банки й інші кредитні організації, страхові компанії, компанії з цінних паперів, пенсійні фонди, фондові біржі, депозитарно-клірингові організації.

Проте новостворена архітектура регулювання ринку ПФІ привнесла на ринок більше негативних тенденцій, ніж позитивних. Це пов'язано насамперед з тим, що Управління, отримавши максимум наглядових функцій, втратило свою основну характеристику – незалежність, що дозволило політичній владі держави здійснювати вплив на регулятор у власних інтересах. Окрім цього, свою неефективність ця модель показала в період кризи 2008 р. У зв'язку з явними недоліками функціонування мегарегулятора парламентом Великобританії було розроблено план реформи, який був публічно представлений у 2010 р. На сьогодні функції регулювання поділено між Управлінням пруденційного регулювання (Prudential Regulation Authority – (PRA)), яке виконує функції мікропруденційного нагляду за діяльністю кредитних організацій (deposit-taking institutions), страхових компаній і інвестиційних банків [18], Управлінням за фінансовою поведінкою у фінансовому секторі (Financial Conduct Authority – (FCA)), яке гарантує, що фінансові послуги та діяльність на фінансовому ринку відповідають інтересам споживачів, та Комітетом з фінансової політики (Financial Policy Committee, FPC), що входить у структуру Банку Англії і здійснює макропруденційний нагляд фінансового сектора [18].

На особливу увагу заслуговує досвід застосування цієї моделі у Франції, оскільки саме за участі цієї країни в Україні створено Першу фондову біржу, розвивається Національний депозитарій України. Також саме у цієї держави запозичено інформаційні технології для роботи зберігачів, які застосовуються сьогодні в нашій державі [20, с. 29].

Основною характерною рисою французької моделі є розпорошеність системи регулювання ринку ПФІ:

- Відомство з фінансових ринків (Autoritedes Marches Financiers – (AMF)) – відомство, яке має статус незалежного державного органу, наділеного повноваженнями з регулювання і контролю на фінансовому ринку, включаючи моніторинг і регулювання діяльності учасників ринку та контроль за дотриманням вимог розкриття ними інформації при випуску цінних паперів, розробка загальних правил проведення операцій з цінними паперами, розслідування та застосування санкцій, за винятком ліцензування;
- Комітет кредитних установ та інвестиційних підприємств (Comitedes Etablissementsde Creditetdes Entreprises D’Investissement – (CECEI)) – орган регулювання, який здійснює ліцензування банків і професійних учасників ринку цінних паперів;
- Комітет з регламентації діяльності банків та інших фінансових організацій (LeComitedelaReglementationBancaireetFinanciere – (CRBF)) – орган регулювання, який встановлює пруденційні норми і вимоги, що забезпечують контроль за ризиками та добросовісну конкуренцію між банківськими та небанківськими організаціями. Також встановлює правила проведення операцій з цінними паперами;
- Банківська комісія (LeComitedesBancaire – (CB)) – це підрозділ Центрального банку Франції, що здійснює нагляд за банками, в тому числі за здійсненням операцій на ринку цінних паперів банками та небанківськими фінансовими компаніями, за банками як кредитними організаціями.

При цьому провідна роль у регулюванні фондового ринку належить Відомству з фінансових ринків, яке було створене шляхом об’єднання Ради з фінансових ринків (CMF), Комісії з біржових операцій (COB) та Дисциплінарної ради з питань портфельного управління (CDGF).

Основними перевагами моделі перехресного регулювання ринку ПФІ є: нівелювання морального ризику; запобігання створенню регуляторної монополії; розробка якісних функціональних нормативних документів; здійснення індивідуального підходу до різних типів фінансових інститутів.

Недоліками цієї моделі можна назвати такі: фрагментарність і непослідовність нормативної бази; ризик лобювання інтересів різних

груп суб'єктів; недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами тощо [4].

Розглянуті нами країни є членами Європейського Союзу (далі – ЄС), тому вважаємо доцільним розглянути досвід ЄС в регулюванні ринку ПФІ.

Система регулювання фондового ринку в ЄС зазнала значних змін, зокрема через процес Ламфалуссі (2001 р.), в результаті якого було створено Європейський комітет з цінних паперів (European Securities Committee – (ESC)) і Комітет європейських органів регулювання ринку цінних паперів (Committee of European Securities Regulators – (CESR)).

При цьому, незважаючи на існування загальних правил нагляду, співробітництво регуляторних органів у рамках ЄС мало формальний характер, а їх рішення були рекомендаційними, оскільки система нагляду країн-учасниць залишалася індивідуальною й відповідальність за вирішення фінансових проблем несли переважно національні регуляторні органи.

З метою виправлення зазначених недоліків існуючої системи нагляду у 2010 р. ЄС створила нову наднаціональну наглядову структуру, яку було сфорсовано з двох наднаціональних наглядових органів: Європейська рада з системних ризиків (A European Systemic Risk Board – (ESRB)) та Європейська система фінансового нагляду (European Supervisory Authorities – (ESAs)) на чолі з Об'єднаним комітетом європейських наглядових органів (Joint Committee of the European Supervisory Authorities – (JCESA)).

Так, Європейська рада з системних ризиків здійснює моніторинг стану фінансової системи ЄС та аналіз системних ризиків (макропруденційний нагляд) з урахуванням змін у глобальній економіці, одним з інструментів якого є система раннього попередження, що дозволяє виявити навіть незначні імпульси можливої фінансової кризи. До складу Ради входять центральні банки та регулятори фінансових ринків усіх країн-учасниць ЄС.

Мікропруденційний нагляд та координацію дій національних органів фінансового регулювання країн Євросоюзу на щоденній основі в рамках Європейської системи фінансового нагляду здійснюють три органи:

- Європейська банківська організація (European Banking Authority – (EBA));
- Європейська організація страхування та пенсійного забезпечення (European Insurance and Occupational Pensions Authority – (EIOPA));
- Європейська організація з цінних паперів та ринків (European Securities and Markets Authority – (ESMA)).

Основними функціями Об'єднаного комітету є такі: розробка пропозицій щодо запровадження нових чи вдосконалення існуючих стандартів і правил нагляду в межах ЄС; обмін інформацією та угодами між національними наглядовими органами; визначення комплексного показника кредитоспроможності позичальника; координація й ухвалення рішень у разі виникнення кризових ситуацій та інші [11]. Цей орган нагляду також відіграє важливу роль у розробці технічних стандартів, в організації роботи з узагальнення правил нагляду, наданні інструкцій та роз'яснень, якими можуть керуватися національні регулятори й уряди країн-учасниць при прийнятті рішень. До складу Об'єднаного комітету входять національні регулятори та три органи, що здійснюють нагляд за окремими секторами.

Новостворені організації взяли на себе всі функції комітетів, які існували до реформування. Окрім цього, якщо це загрожує нормальному функціонуванню фінансових ринків, ЕВА, ЕІОРА та ЕСМА мають право забороняти чи обмежувати надання окремих видів фінансових послуг. Так, наприклад, у зв'язку з кризою на світових фінансових ринках в серпні 2011 р. ЕСМА ввела в Італії, Іспанії, Франції та Бельгії заборону на використання коротких позицій на фондовому ринку. Такі дії були викликані тим, що на фондових ринках акції Сосьєте Женераль (Societe Generale) втратили 15 %, акції БеЕнПеПаріба (BNP Paribas) – 9,5 %, а в цілому індекс французького фондового ринку знизився на 9,6 %. Загалом в Іспанії під заборону на використання коротких позицій і обмеження щодо застосування похідних інструментів підпали 16 фінансових установ, а у Франції – 11 фінансових установ, в тому числі БеЕнПе Паріба, Креді Агріколь (Credit Agricole), Натіксі (Natixis), Сосьєте Женераль (Societe Generale) та страхова компанія Акса (Аха) [13].

Через те, що найбільш динамічним та проблемним (з точки зору регулювання) сегментом фінансового ринку є ринок ПФІ, в структурі Європейської комісії було створено окремий орган – Асоціацію ф'ючерсів і опціонів (Futures and Options Association – (FOA)), основними функціями якого є: гармонізація регулювання ринку деривативів в ЄС та світі, представницькі функції, здійснення освітньої діяльності, складання і поширення стандартизованої документації [13].

Ще одним наднаціональним органом регулювання ринку ПФІ ЄС є Асоціація ф'ючерсних ринків (Futures Industry Association – (FIA)). FIA є саморегулювальною організацією (створена в 1955 р.), основною метою функціонування якої є забезпечення чесної конкуренції на ф'ючерсних ринках та запобігання вчиненню порушень ринкових

правил. Також Асоціація надає освітні та навчальні послуги своїм учасникам.

При цьому національні органи регулювання продовжують контролювати діяльність національних фінансових установ.

Функціонуюча система регулювання ринку ПФІ ЄС відображена на рисунку 1.

Модель секторного регулювання застосовується в США. Слід відмітити, що модель регулювання ринку ПФІ США одна з найбільш специфічних, оскільки фінансовий сектор цієї країни характеризується відсутністю єдиного регулятора і високою роллю інфраструктурних інститутів на фондовому ринку.

На сьогодні основним органом, який здійснює нагляд і регулювання американського ринку ПФІ, є Комісія з цінних паперів і бірж (United States Securities and Exchange Commission – (SEC)).

Комісія володіє повноваженнями цивільного правозастосувального органу, спрямовуючи їх проти приватних осіб і компаній, які порушують закони про цінні папери. Комісія має право вилучати прибуток, отриманий нелегальним шляхом, визначати розміри штрафів, забороняти проводити операції з цінними паперами. Коли ж постає питання про карне переслідування, то SEC співпрацює з міністерством юстиції США, Федеральним бюро розслідувань або прокуратурами штатів.

У результаті активного використання та зростання економічної значимості ринку ф'ючерсних та опціонних контрактів як інструментів перерозподілу фінансових ризиків перед Урядом США постала проблема, вирішення якої вимагало або розширення компетенції Комісії з товарних бірж або створення нового незалежного агентства. Так, в 1974 р. було створено незалежне федеральне агентство – Комісія з біржової ф'ючерсної торгівлі (Commodity Futures Trading Commission – (CFTC)), основними завданнями якої є захист інтересів учасників ринку та забезпечення відкритого, конкурентного, прозорого ф'ючерсного ринку.

Слід відмітити, що перші спроби запустити американський ринок ф'ючерсів були зроблені на початку 80-х рр., які спіткала невдача через наявність суперечок між комісіями стосовно регулювання цього ринку. Ця проблема була вирішена в результаті прийняттям Закону Грема – Ліча – Блайлі в 2000 р., який визначав основні параметри механізму подвійного регулювання ринку ПФІ.



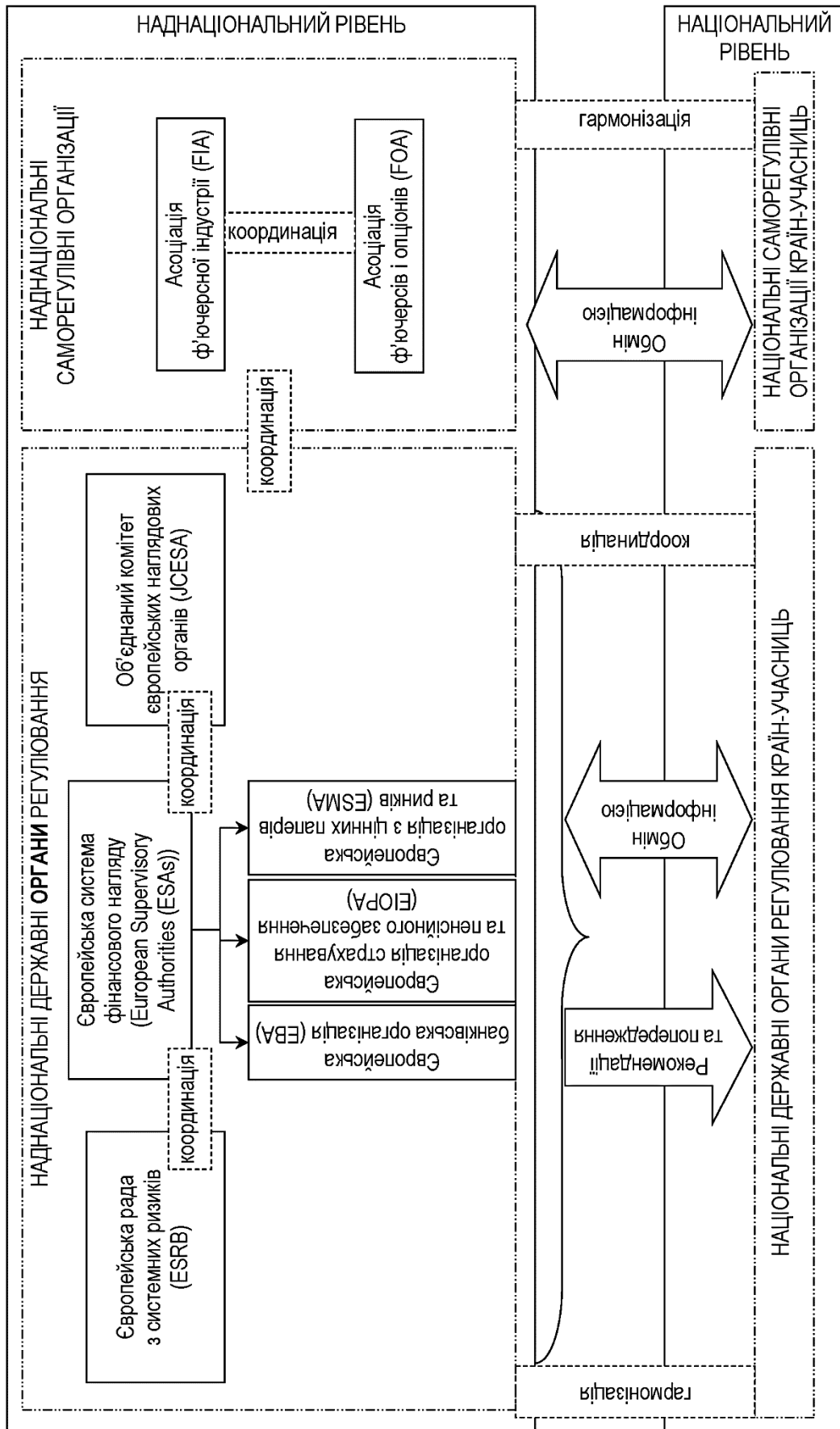


Рисунок 1 – Сучасна система регулювання ринку ПФІ ЄС

Так, цим законом було визначено такі аспекти співпраці CFTC та SEC:

- CFTC взаємодіє з федеральними банківськими установами і SEC з питань взаємодії клірингових організацій на ринках деривативів та інших ринках;
- спільним рішенням CFTC і SEC або Ради керуючих федеральної резервної системи встановлюється розмір маржі для фондових ф'ючерсів;
- спільними рішеннями CFTC та SEC може бути:
  - 1) знята заборона на торгівлю опціонами на фондові ф'ючерси після закінчення трирічного терміну, встановленого Законом про модернізацію 2000 р.;
  - 2) створена національна система торгівлі фондовими ф'ючерсами;
  - 3) встановлені вимоги до фондових індексів, що формуються на іноземних біржах, протягом одного року з моменту набуття чинності Закону про модернізацію 2000 р.;
  - 4) прийняті правила, що дозволяють американським громадянам та юридичним особам здійснювати операції з фондовими ф'ючерсами на закордонних торговельних майданчиках.

Незважаючи на введення системи подвійного регулювання відносно ф'ючерсів на акції, Комісія зі строкової біржової торгівлі (CFTC) має пріоритет у регулюванні ринку ф'ючерсів на акції:

- має право заборонити так звану подвійну торгівлю ф'ючерсами на акції, тобто одночасну торгівлю брокером ф'ючерсами на акції для своїх клієнтів і для себе особисто;
- CFTC розглядає і схвалює (або не схвалює) зміни в правилах торгівлі ф'ючерсами на акції бірж, що пройшли спрощену реєстрацію в SEC;
- SEC не може схвалити (або не схвалити) правила торгівлі ф'ючерсами на акції без консультацій і врахування думки CFTC;
- системи торгівлі похідними інструментами (новий, відмінний від бірж, вид організаторів торгівлі, діючий і на ринку ф'ючерсів на акції) повністю попадають у сферу юрисдикції CFTC;
- включення до переліку базових активів ф'ючерсів на цінні папери інших цінних паперів (крім звичайних акцій та фондових індексів з вузькою базою) можливе тільки на підставі спільного рішення CFTC і SEC [3].

Окрім основних державних органів регулювання (CFTC та SEC) опосередковано регулювання на ринку ПФІ в США здійснюють також Рада зі стандартів фінансового обліку (Federal Accounting Standards Advisory Board – (FASB)).

Сучасна система регулювання ринку ПФІ США має два вертикальні рівні: перший рівень становлять державні органи регулювання (CFTC, SEC, IASB та FASB), а другий – СРО професійних учасників ринку.

На другому рівні функціонує два типи СРО:

- СРО першого типу – (Національна ф'ючерсна асоціація (National Futures Association – (NFA)) та Національна асоціація фондових дилерів (National Association of Securities Dealers – (NASD)) – здійснюють регулювання відносин між учасниками ринку цінних паперів та їхніми клієнтами при вирішенні проблем загального характеру, тобто тих, які стосуються діяльності на біржовому, позабіржовому та інших ринках;
- СРО другого типу – Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange – (NYSE)), National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ), National Securities Clearing Corporation (NSCC), Depository Trust Company (DTC), Option Clearing Corporation (OCC) та ін. – здійснюють організацію та регулювання відносин між професійними учасниками ринку цінних паперів під час здійснення ними тієї чи іншої діяльності на ринку ПФІ.

Отже, модель першого типу передбачає на основі чинного законодавства делегування регулювальних повноважень СРО щодо регулювання та контролю за діяльністю брокерів, дилерів, трейдерів та бірж. При цьому більш важливі регулювальні функції стосовно регулювання та контролю ринку належать відповідним державним органам. Натомість інфраструктурним СРО повноваження делегують безпосередньо учасники ринку, які передають частину своїх прав біржам, депозитаріям, кліринговим організаціям з метою кращої організації торгівлі та розрахунків на ринку ПФІ.

Основними перевагами застосування моделі секторного регулювання ринку ПФІ є можливість:

- забезпечення високого рівня компетенції та обізнаності наглядового органу кожного з секторів зі специфікою та особливостями їх функціонування;
- розробки якісних функціональних нормативних документів [4];
- нівелювання морального ризику;
- нейтралізації бюрократизації в системі регулювання;
- запобігання створенню регуляторної монополії.

Натомість недоліками використання цієї моделі є:

- зростання складнощів при здійсненні класифікації та оцінці фінансових інструментів та ризиків;

- можливість зростання кількості наглядових і регулюючих органів та витрат на їх утримання;
- недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами тощо [4];
- фрагментарність і непослідовність нормативної бази;
- відсутність співпраці між державними органами регулювання.

При цьому розглянуті моделі не є статичними, оскільки через зміну законотворчих процесів, світової кон'юнктури в окремо взятих країнах роль і значення регуляторів постійно змінюються.

З метою окреслення напрямків реформування сучасної системи регулювання ринку ПФІ України здійснимо аналіз можливості вирішення існуючих проблем вітчизняного ринку за допомогою відповідних моделей регулювання (табл. 2).

**Таблиця 2 – Аналіз можливості вирішення проблем українського ринку ПФІ за допомогою відповідних моделей регулювання**

Проблеми	Модель регулювання ринку ПФІ		
	Мегарегулятор	Секторна	Перехресного регулювання
<i>Методологічні</i>			
Встановлення зрозумілих для учасників ринку методів і моделей обліку, оцінки та розрахунків за ПФІ	+	+	+
Встановлення єдиних принципів побудови систем ризик-менеджменту, що базуються на використанні ПФІ	–	+	+/-
Контроль за ефективністю функціонування моделей депозитарного, клірингового, розрахункового обслуговування на ринку ПФІ	+	–	+/-
Дотримання балансу між цілями різних органів регулювання	+	–	+/-
Встановлення єдиних та прозорих вимог щодо регулювання	+	–	+
<i>Інфраструктурні</i>			
Підвищення рівня ліквідності ринків базових активів	+	+	+
Підвищення рівня прозорості ринків базових активів і ПФІ	+	–	+
Контроль за фінансовою поведінкою основних інститутів ринку	+	+/-	+

## Продовження таблиці 2

Проблеми	Модель регулювання ринку ПФІ		
	Мегарегулятор	Секторна	Перехресного регулювання
<i>Інформаційні</i>			
Забезпечення інформацією щодо торгових операцій та правопорушень на ринку ПФІ	+	–	+
Встановлення єдиних вимог до звітності учасників ринку ПФІ	+	–	+
<i>Нормативні</i>			
Усунення фрагментарності та суперечливості нормативно-правового поля	+	–	+
Відсутність єдиного підходу до понятійно-категоріального апарату, класифікації, порядку обігу та оподаткування операцій з ПФІ	+	–	+
<i>Організаційні</i>			
Усунення дублювання функцій органів регулювання	+	–	+
Зниження рівня бюрократизації	+	–	+
Встановлення чіткого розмежування регулівних функцій між відповідними органами	+	+/-	+
Підвищення рівня оперативності та гнучкості реагування на критичні ситуації	–	+/-	+
Налагодження координації і взаємодії між наглядовими органами	+	–	+/-
Налагодження співпраці між державними органами регулювання	+	–	+
Налагодження співпраці між державними органами регулювання та СРО	+	+/-	+

Зауважимо, що при обранні напряму реформування вітчизняної системи регулювання ринку ПФІ слід враховувати вимоги, що сьогодні висувуються до міжнародних регуляторів цього ринку:

- формування нової парадигми функціонування фінансового ринку з переосмисленням ролі регулятивних органів та системоутворюючих інститутів шляхом активної співпраці регуляторів (також між собою) і безпосередніх учасників ринку, розробки єдиних стандартів моніторингу, нагляду, контролю і транспарентності, що дозволить нівелювати системні й моральні ризики та асиметрію інформації на ринках ПФІ;
- створення адекватних потребам учасників ринку ПФІ та зрозумілих переважній більшості механізмів надання рейтингових і облікових оцінок ПФІ;

- встановлення контролю за невідповідністю методик ризик-менеджменту і насамперед оцінок ПФІ, оскільки існуючі індивідуальні методики (наприклад, оцінки вартості ПФІ, які переважно базуються на складному математичному апараті) є незрозумілими для управлінського персоналу компаній (банку) і про їх адекватність важко судити;
- створення прозорого, конкурентного та регульованого ринку ПФІ шляхом впровадження регуляторами принципів прозорості в систему розкриття інформації учасниками цього ринку, забезпечення їх безперешкодного доступу до необхідної інформації, проведення уніфікації, стандартизації та ліцензування інструментів, супровідної документації, інфраструктури та технологій торгівлі, недопущення появи монопольних переваг окремих інститутів, встановлення вимоги щодо обов'язкового повного розкриття інформації щодо ПФІ у звітності учасників ринку, особливо з урахуванням неможливої достовірної оцінки унікальних ПФІ та їх позабалансового відображення [13].

Беручи до уваги проведений аналіз, ми вважаємо, що з метою побудови ефективної системи регулювання ринку ПФІ слід застосовувати модель перехресного регулювання. На нашу думку, використання секторної моделі регулювання сприяє поглибленню існуючих проблем ринку ПФІ, а створення мегарегулятора призведе до появи низки 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 інших двох моделей.

**Висновки.** Дослідження світового досвіду регулювання ринку ПФІ та моделей регулювання дозволяють виокремити модель перехресного регулювання як найбільш адекватної моделі. 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).

#### *Список літератури*

1. Галочкин М. И. Зарубежный опыт государственного регулирования рынка производственных ценных бумаг и возможности его адаптации к российской практике / М. И. Галочкин // Экономические науки. – 2010. – № 6. – С. 162–165.
2. Єрмошенко А. М. Переваги і недоліки організації наглядових органів за фінансовими ринками на основі консолідованого підходу [Електронний ресурс] / А. М. Єрмошенко. – Режим доступу : [brc.undp.org.ua/img/publications/Megaregulator.pdf](http://brc.undp.org.ua/img/publications/Megaregulator.pdf).

3. Из американского опыта регулирования рынка производных финансовых инструментов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=2954>. – Издательский дом “РЦБ”.
4. Кизима Г. М. Моделі регулювання фінансових ринків: сутність та особливості [Электронный ресурс] / Г. М. Кизима. – Режим доступа : <http://www.dynauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=369>.
5. Лаврушин О. И. Производные финансовые инструменты в примерах [Электронный ресурс] / О. И. Лаврушин. – Режим доступа : [http://www.elitarium.ru/2008/05/30/finansovye\\_instrumenty\\_primery.html](http://www.elitarium.ru/2008/05/30/finansovye_instrumenty_primery.html). – Центр дистанционного образования “Elitarium”.
6. Макаренко І. О. Становлення ринку похідних фінансових інструментів в Україні // Шляхи та інструменти модернізаційного прориву економіки України : матеріали міжнародної конференції (м. Одеса, 21–22 жовтня 2010 р. / Інститут проблем ринку та еколого-економічних досліджень Національної академії наук України. – м. Одеса : ІПРЕЕД НАН України, 2010. – С. 176–178.
7. Матросов С. В. Европейский фондовый рынок / С. В. Матросов. – М. : Экзамен. – 2010. – 192 с.
8. Мегарегулятор: за и против [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://bankir.ru/news/article/1143420>.
9. Моисеев С. Мегарегулятор без рынка [Электронный ресурс] / С. Моисеев. – Режим доступа : [http://www.spekulant.ru/archive/2005\\_03\\_st4.html](http://www.spekulant.ru/archive/2005_03_st4.html). – Все о финансовых рынках.
10. Нагляд за діяльністю у фінансовому секторі України: чи допоможе об’єднання наглядових органів? [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ier.kiev.ua>.
11. Науменкова С. В. Нові тенденції в механізмі регулювання фінансового сектору / С. В. Науменкова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 12. – С. 4–11.
12. Науменкова С. В. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн : навч. посібник / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ ; Університет банківської справи НБУ, 2010. – 170 с.
13. Офіційний сайт Європейського центрального банку [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ecb.eu>. – Europeancentralbank.
14. Петрова И. А. Совершенствование государственного регулирования рынка производных финансовых инструментов: дис. канд. экон. наук: 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” / Петрова Ирина Александровна. – Москва, 2011. – 181 с.
15. Регулювання ринку цінних паперів у США // Фінансовий ринок України. – № 7–8. – 2008. – С. 32–33.
16. Сысоева А. В. Перспективы регулирования деятельности кредитных организаций мегарегулятором / А. В. Сысоева // Юридическая работа в кредитной организации. – 2010. – № 3. – С. 67–72.
17. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку [Текст] : монографія / І. О. Школьник. – Суми : Мрія, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
18. Щепочкина Н. А. Современные аспекты теории и практики регулирования мирового финансового рынка / Н. А. Щепочкина // Социально-экономические явления и процессы. – 2012. – № 1(035). – С. 179–185.

19. Якушик І. Д. Інституціональна структура регулювання фінансового ринку: адаптація зарубіжного досвіду / І. Д. Якушик, Н. П. Мацелюх // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – 2009. – № 2. – С. 400–407.
20. Ящищак О. Р. Моделі державного регулювання ринку фінансових послуг / О. Р. Ящищак // Адвокат. – 2011. – № 3. – С. 28–33.

Отримано 30.07.2013

#### *Summary*

This article analyzes the experience of using models of derivatives regulation on the example of countries such as Germany, Britain, France and the USA. As a result of this research advantages and disadvantages of existing models of regulation were singled out. The comparative analysis of the advantages and disadvantages of existing models of the regulatory system functioning of the domestic derivatives market allowed to choose the model that takes into account peculiarities of the Ukrainian derivatives market best.