

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНА СТРУКТУРА РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД

У статті проаналізовано й узагальнено сучасні тенденції розвитку інституціональної структури регулювання світового ринку похідних фінансових інструментів. У роботі розглянуто американську та європейську моделі регулювання ринку похідних фінансових інструментів, визначено їх особливості та основні сучасні адміністративні інститути.

Ключові слова: ринок похідних фінансових інструментів (ПФІ), інституціональна структура, державне регулювання, саморегулівні організації.

Постановка проблеми. Стрімкий розвиток світового ринку ПФІ обумовлюється специфічними властивостями ПФІ: гібридність, незначний рівень транзакційних витрат, високий леверидж, ліквідність. Гібридність ПФІ характеризується їх функціональними можливостями, зокрема хеджувальною, спекулятивною, інформаційною тощо. Крім того, незначний рівень транзакційних витрат сприяв популяризації цих інструментів і зростанню їх обсягів, зокрема за оцінкою Deutsche Börse Group, транзакційні витрати з придбання контракту на ПФІ на фондовий індекс Європейської біржі на 60% нижче за витрати з купівлі портфеля базових активів [5].

Саме значний обсяг операцій на ринку ПФІ створює нові проблеми для національних та наднаціональних регуляторів. Недоліки у регулюванні та контролі ринку фінансових похідних інструментів були однією з головних причин світової фінансової кризи.

Результати світової фінансової кризи свідчать про необхідність реформування регулювання світового ринку ПФІ. Після кризовий етап

розвитку світового ринку ПФІ характеризується процесом формування наднаціональної структури інституційного та правового регулювання. Одночасно з цим особливої актуальності набуває питання підвищення ефективності регулювання на національному рівні. Тому модернізація національного регулювання ринку ПФІ України неможлива без дослідження міжнародного досвіду інституційної структури регулювання ринку ПФІ.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Уточнення ролі та місця міжнародних ф'ючерсних ринків у світовому фінансовому середовищі, виявлення глобальних тенденцій їх розвитку розглянуто в роботах О.М. Сохацької, питання регулювання ринку світового біржового ринку товарних деривативів на сільськогосподарську продукцію розглянуто в роботі В. О. Гниляк, основні тенденції, які вплинули на значне зростання торгівлі ПФІ у світі досліджувалися А. В. Безп'ятовим, зарубіжний досвід правового регулювання операцій на ринку деривативів висвітлено у роботах В. В. Гоффе, Є.А. Шаповалова. Проблемами функціонування і регулювання світового ринку деривативів займалися російські вчені, зокрема М.В. Кіселев, А.Селищев, О. Буренин, В. Галанов. Однак, основні сучасні тенденції розвитку інституціональної структури регулювання світового ринку ПФІ залишаються мало дослідженими.

Метою статті є аналіз, систематизація і узагальненні сучасних тенденцій розвитку інституціональної структури регулювання світового ринку ПФІ.

Виклад основного матеріалу. Основною причиною сучасного реформування інституційної структури міжнародних регулюючих органів є істотне зростанням ринкових (процентних, валютних) і операційних (недбалі дії, маніпулювання, зловживання, недоліки внутрішнього контролю, шахрайство) ризиків, а також непрозорістю ринку ПФІ. Недостатня прозорість і розуміння ступеня захисту учасників ринку від фінансового шахрайства, маніпуляцій і зловживань, пов'язаних з торгівлею ПФІ, може призвести до негативно вплине на ринкову ліквідність.

Існуючі моделі регулювання універсальні в частині певних параметрів і одночасно значно розрізняються в національних економічних системах. Універсальність моделей регулювання виявляється в наступному: у формуванні законодавства; у виділенні спеціальної регулюючої структури - органів нагляду за терміновим ринком; у встановленні правил і критеріїв допуску до ведення операцій з похідними цінними паперами; у здійсненні контролю за поточною діяльністю учасників ринку похідних цінних паперів; в наявності податкового регулювання [1].

Найбільш ефективною у світі визнана регуляторна модель структури ринку ПФІ в США (рис. 1).

Головним органом, що здійснює функції нагляду і регулювання американського ринку ПФІ, є Комісія з цінних паперів та фондової біржі. При цьому основною функцією державних органів є попередження маніпулювання ринком, захист клієнтів і забезпечення виконання функції перенесення ризику і виявлення ціни [2]. Комісія з цінних паперів та фондової біржі не має права накладати кримінальні санкції приватним або юридичним особам за порушення законодавства, але у її компетенції – визначати розміри штрафів, вилучати прибуток, отриманий нелегальним шляхом, забороняти приватним особам і компаніям проводити операції з цінними паперами і накладати заборону на незаконні дії. У випадках, які вимагають покарання, Комісія з цінних паперів та фондової біржі поєднує свої зусилля з міністерством юстиції США, Федеральним бюро розслідувань або з прокуратурами штатів.

Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) є незалежним органом уряду США, який регулює ринки ф'ючерсів і опціонів. На сьогодні Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами гарантує економічну доцільність й вигідність ф'ючерсних і опціонних ринків, забезпечуючи їх конкурентність, ефективність і ліквідність, гарантуючи цілісність й фінансову цілісність процесу клірингу, захищаючи учасників ринку від маніпуляції, неетичних торгових методів і шахрайства. Контрольні й наглядові методи Комісії дозволяють ринку ПФІ бути важливим інструментом,

за допомогою якого забезпечується справедливе ціноутворення і зниження фінансових ризиків.

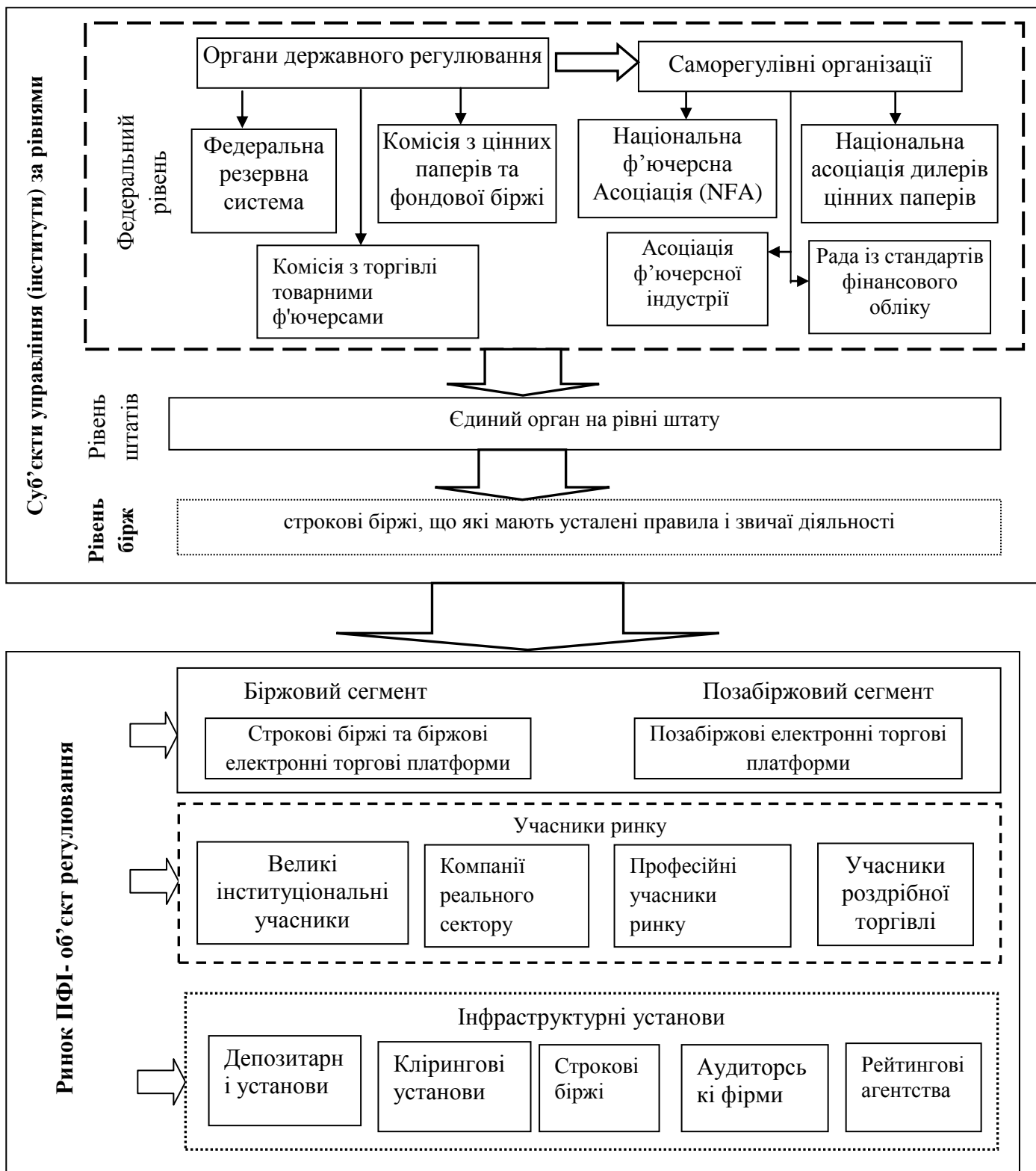


Рисунок 1 – Інституціональна структура регулювання ринку ПФІ в США

Федеральна резервна система США повинна забезпечувати стабільність фінансової системи, контроль системних ризиків на фінансових ринках, у т.ч на ринку ПФІ.

На рівні штатів маються власні регулюючі органи, які володіють повноваженнями щодо покарання за порушення законодавства штатів.

Американська модель передбачає самостійно організовану спільноту професіональних посередників, у якій переважає внутрішньобіржове регулювання, а відповідний державний орган виконує спостережні функції. Саморегулювні організації приймають активну участь у механізмі регулювання ринку ПФІ в США, що дозволяє підвищувати ефективність діяльності Комісії з цінних паперів та фондової біржі додає регуляторній структурі всеосяжний характер і забезпечує захист інтересів усіх учасників ринку ПФІ й цілісність ринку. Система саморегулювання в США працює, оскільки цілісність ринку веде до посилення упевненості інвесторів, а це сприяє розширенню бізнесу.

У США до саморегулювних організацій відносяться недержавні професійні об'єднання і асоціації, регулюючі торгівлю фінансовими інструментами, зокрема строкові біржі, Національна ф'ючерсна Асоціація (National Futures Association – NFA), Національна асоціація дилерів з цінних паперів (National Association of Securities Dealers – NASD), Асоціація ф'ючерсної індустрії (Futures Industry Association – FIA). Діяльність цих організацій контролюється Комісією з цінних паперів та фондової біржі.

Клірингова та депозитарна діяльність забезпечується небанківською установою – Депозитарно-трастова і клірингова корпорація (The Depository Trust & Clearing Corporation – DTCC), а клірингове обслуговування паперів казначейства і державних агентств зосереджене в Кліринговій корпорації по паперах з фіксованими доходами (Fixed Income Clearing Corporation – FICC).

Проте незважаючи на розвиненість інституціональної структури регулювання ринку ПФІ в США, вона має ряд недоліків, які пов'язані із недосконалим контролем за операціями з позабіржовими ПФІ та системним

ризиком через недостатнє розмежування повноважень регуляторних органів і непрозорість системи регулювання.

Остання є організацією, афільованою з DTCC і є самостійною юридичною особою [6]. Розробкою та прийняттям принципів (стандартів) складання фінансової звітності займається незалежний неурядовий орган – Рада із стандартів фінансового обліку (Financial Accounting Standards Board – FASB). Значення цих стандартів полягає у встановленні диференційованого підходу до відображення спекулятивних операцій і операцій хеджування, їх вартості, доходів і втрат.

Відмітимо, що у даний час відбувається процес конвергенції міжнародні стандартів обліку і звітності (GAAP USA і МСБО/МСФЗ) з метою внесення змін для отримання корисної і прозорої інформації щодо впливу ПФІ на оцінку активів і зобов'язань, що дозволить отримати транспарентну звітність.

Отже, американську модель регулювання ринку ПФІ можна визначити як контрольоване самоуправління. Така модель характеризується високою часткою роздрібних інвесторів і низькою часткою власності держави, більшою відкритістю, використанням концепції спеціалізованих банків [1].

На відміну від США формування структури інституційно-правового регулювання ринку ПФІ в Євросоюзі розпочалося тільки з моменту його створення – 1993 року. Формування фондового ринку, у т.ч. і ринку ПФІ ЄС відрізняється взаємопов'язаними тенденціями, що характеризуються виникненням нових і трансформацією старих інститутів, знаходять своє відображення в появі нових фінансових інструментів [7], що, на думку Бірлі, викликає «об'єктивну необхідність в правовому регулюванні, зіставному з традиційними фінансовими інструментами і цінними паперами, що обертаються» [9].

У даний час регуляторна інституціональна структура ринку ПФІ ЄС знаходиться в процесі оновлення і подальшого розвитку. Це обумовлено тенденціями посилення конкуренції на ринку капіталів, розширенням дії багатобічних торгових систем, забезпеченням свободи надання інвестиційних

послуг, гармонізацією законодавства ЄС щодо ринку цінних паперів і інвестиційних послуг, що характеризується різноманітністю інструментів, швидкістю, надійністю і ефективним клірингом [7]

Європейська модель регулювання ринку ПФІ передбачає наявність наднаціонального та національного рівнів регулювання. На наднаціональному рівні відбуваються процеси уніфікації стандартів, принципів і рекомендацій. Ці принципи і правила не дозволяють ринку ПФІ функціонувати безконтрольно і хаотично, що забезпечується діями відповідних інститутів за допомогою використання доцільних методів, механізмів, моделей та інструментів регулювання.

На думку експертів-учасників Ради з фінансової стабільності, використання нормативів, що рекомендуються міжнародними організаціями, сприятиме підвищенню міцності світового фінансового ринку, оскільки одноманітність норм дозволить контролювати будь-який фінансовий інститут незалежно від того, під норми права якої країни він потрапляє [8].

Основним регулятором у структурі наднаціонального регулювання міжнародного фінансового ринку є Рада з фінансової стабільності. Основною метою даного органу є виявлення системних ризиків, слабких місць у світовій фінансовій стабільності, розробка і застосування регулюючої і наглядової політики в цій сфері.

Загальним регулюванням ринку ПФІ в Європейському Союзі займається спеціалізований міжнародний регуляторний орган – Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions – IOSCO). Основними завданнями даної організації є обмін інформацією щодо досвіду регулювання аби сприяти розвитку національних ринків цінних паперів, а також ринків ПФІ; взаємна допомога в забезпеченні цілісності фінансового ринку шляхом беззастережного запровадження відповідних стандартів та протидії можливим зловживанням. Міжнародна організація комісій з цінних паперів вважає, що діяльність у цій сфері має бути підпорядкована таким цілям: захист інтересів інвесторів; забезпечення

функціонування ринків на основі добросовісності, прозорості та ефективності; зменшення системного ризику [10]. Основні цілі і принципи, дотримання яких відстежує даний регулятор, відображено у спеціальному документі «Цілі та принципи регулювання ринку цінних паперів». Документи даної Комісії є основою для здійснення діяльності для національних державних регуляторів. При цьому даний регулятор велике значення в регулюванні ринку ПФІ відводить саморегулювальним організаціям та міжнародній співпраці з ними.

Створення і підтримання функціонування фінансових ринків, у т.ч. ринку ПФІ в ЄС покладено на Європейське управління за наглядом за ринком цінних паперів (European Securities and Markets Authority – ESMA), який також є незалежним наднаціональним фінансовим регулятором, що несе відповідальність за регулювання фінансових ринків Євросоюзу. Крім того, ESMA регулює діяльність рейтингових агентств в країнах ЄС. Європейське управління за наглядом за ринком цінних паперів стежить за тим, що закони ЄС, такий як Директива про ринки фінансових інструментів, щодо фінансових ринків, які повинні діяти на всій його території, дійсно реалізовувалися у всіх країнах-учасниць та сприяє розвитку узгодження між всіма фінансовими сегментами і регулятивними органами ЄС. Суть функцій ESMA полягає, по-перше, в поліпшенні захисту інвесторів, гарантуючи однакове відношення до них у всьому ЄС, і, по-друге, в стеженні за стабільністю різних фінансових ринків усередині ЄС за допомогою регулювання функцій, прозорості, ефективності витрат, конкуренції і цілісності через єдину систему правил [3].

Будучи органом Євросоюзу, Управління звітує Парламенту Євросоюзу через зустрічі комітетів і публікує щорічні звіти. Воно також повністю підпорядковане Європейській Комісії і Раді ЄС.

Проведення взаємних розрахунків і регулювання валютно-кредитних відносин в ЄС забезпечує Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements – BIS) сприяє центральним банкам держав, що беруть участь в нім. Одночасно Банк міжнародних розрахунків акумулює і надає статистичну інформацію про світові операції із біржовими та позабіржовими ПФІ.

На національному рівні державне регулювання залишається важливим з точки зору забезпечення ефективного функціонування ринку ПФІ та здійснюється державними регуляторами та саморегулювними організаціями за допомогою системи нормативно-правового забезпечення.

Зазначимо, що існують суттєві відмінності в структурах та механізмах регулювання національних ринків ПФІ, які пов'язані із ступенем розвитку національних ринків, нормативно-правового поля, повноваженнями наглядових органів на національному рівні.

Проте разом наднаціональні та національні інститути та органи регулювання ЄС створюють цілісну структуру регулювання та модель інституціонально-правового забезпечення, якою повинні керуватися усі учасники ринку ПФІ при здійсненні діяльності. При цьому для запобігання виникнення кризових явищ на міжнародному фінансовому ринку, зокрема ринку ПФІ, слід змінювати інституційну структуру систему державного регулювання на національному рівні з урахуванням тенденцій і особливостей розвитку інституціональної структури регулювання світового ринку ПФІ, що є безперечним чинником зміцнення системи регулювання міжнародним ринком в цілому.

Таким чином, основу інституційної структури регулювання ринку ПФІ складає система адміністративних інститутів, яким належить значна роль у механізмі регулювання ринком ПФІ.

Дослідження інституціональної структури регулювання ринку ПФІ в зарубіжній практиці дозволяє зробити наступні висновки:

- міжнародна інституціональна структура регулювання ринку ПФІ складається із трьох рівнів: строкові біржі, що організують торгівлю ПФІ, і які мають усталені правила і звичаї діяльності; саморегулювні національні і міжнародні організацій і державне регулювання;
- Європейська модель регулювання ринку ПФІ передбачає наявність наднаціонального та національного рівнів регулювання. При цьому роль регулювання на національному рівні залишається актуальним, що

обумовлено необхідністю забезпечення ефективного функціонування національних ринків ПФІ, що є якісним показником системи регулювання міжнародним ринком в цілому;

- на наднаціональному рівні відбуваються процеси уніфікації стандартів, принципів і рекомендацій. Ці принципи і правила не дозволяють ринку ПФІ функціонувати безконтрольно і хаотично, що забезпечується діями відповідних інститутів за допомогою використання доцільних методів, механізмів, моделей та інструментів регулювання;
- необхідність уніфікації обумовлена процесами глобалізації фінансових ринків, інтернаціоналізації і міждержавної інтеграції, які ініціюють поступове розмивання ідентифікаційних меж між різними національними моделями державного регулювання [1] ринку ПФІ;
- цільова переорієнтація наднаціональних і національних систем регулювання з концепції безпеки фінансових посередників і професійних учасників ринку ПФІ на концепцію захисту інвестора та стабільності його функціонування через єдину систему правил.

Список використаних джерел

1. Галочкин М. И. Зарубежный опыт государственного регулирования рынка производных ценных бумаг и возможности его адаптации к российской практике / М. И. Галочкин // Финансы, денежное обращение и кредит. – 2010. – 6(67). – С. 162-165
2. Гоффе В. Зарубіжний досвід правового регулювання операцій на ринку деривативів / В. Гоффе // Ринок цінних паперів. – 2004. – № 5. – С.45-49.
3. Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA, European regulator) : Торговый словарь [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://ru.tradimo.com/esma/>
4. Иванова Е.В. Финансовые деривативы: фьючерс, форвард, опцион, своп. Теория и практика [Электронный ресурс] : монография / Е.В. Иванова. –

Режим доступа : <http://novainfo.ru/finansovye-derivativy-fyuchers-forward-option-svor>

5. Карслян К. Современные тенденции торговли производными инструментами на мировом финансовом рынке [Электронный ресурс] : автореф. дис. на соискание ученой степени кандидата экономических наук : спец. 08.00.14 – Мировая экономика / Карслян Карапет. – Москва, 2012. – 24 с. <http://www.econ.msu.ru/cmt2/lib/a/2002/file/Karслан.pdf>
6. Лансков П. М. Возможности совершенствования системы учета прав собственности на ценные бумаги на экономическом пространстве стран СНГ [Электронный ресурс] / П. М. Лансков // Проблемы современной экономики. – 2005. – N 3/4 (15/16). – Режим доступа : <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=882>
7. Некрасов А. Основы правового регулирования инвестиционных услуг в европейском союзе / А. Некрасов // Право и жизнь. – 2011. – № 10. - С. 55-64.
8. Щепочкина Н. А. Мировой финансовый рынок: возможности и пределы регулирования [Электронный ресурс] : автореф. дис. на соискание ученой степени кандидата экономических наук : спец. 08.00.14 – Мировая экономика / Щепочкина Наталья Алексеевна. – Москва, 2012. – 24 с.
Режим доступа : http://www.fa.ru/dep/upanpk/dissertation_councils/referats/Documents/2012_0990.pdf
9. Bierley C. Financial Markets and Institutions in the Era of Euro. London: Datamonitor Plc.: 2000 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.bankmergers.ru/history>
10. Objectives and Principles of Securities Regulation [Электронный ресурс] – Режим доступа : http://www.finrep.kiev.ua/download/ioscopd329_en.pdf
11. Scholes M. Derivatives in a dynamic environment / M. Scholes // Nobel Lecture. – 1997. – December 9.

Бурденко И. Н. Институциональная структура регулирования рынка производных финансовых инструментов: международный опыт

В статье проанализированы и обобщены современные тенденции развития институциональной структуры регулирования мирового рынка производных финансовых инструментов. В работе рассмотрены американская и европейская модели регулирования рынка производных финансовых инструментов, определены их особенности и основные современные административные институты.

Ключевые слова: рынок производных финансовых инструментов, институциональная структура, государственное регулирование, саморегулирующие организации.

Burdenko Irina. The institutional structure of regulation of the derivatives market: international experience

The article analyzes and summarizes the current trends of institutional regulation of the global derivatives market. The paper discusses the American and European models of market regulation of derivatives market and determined their features and main modern administrative institutions.

Key words: the derivatives market, the institutional structure, government regulation, self-regulatory organizations.

Бурденко Ирина Миколаївна – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри бухгалтерського обліку і аудиту, ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України», кафедра бухгалтерського обліку і аудиту

Бурденко, І. М. Інституціональна структура регулювання ринку похідних фінансових інструментів: міжнародний досвід // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовій фінансовий простір : журн. наук. праць / НАН України. Ін-т регіональних досліджень ; редкол. : відп. ред. В. С. Кравців. – Львів, 2013. – Вип.1 (99). – С. 167-175.