

НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

ЄЛЬНІКОВА ЮЛІЯ ВАСИЛІВНА

УДК [336.76:338.242.4](477)(043.3)

**ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ
ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат дисертації
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Суми – 2015

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Державному вищому навчальному закладі “Українська академія банківської справи Національного банку України”.

Науковий керівник – кандидат економічних наук, доцент *Бурденко Ірина Миколаївна*, Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, доцент кафедри бухгалтерського обліку і аудиту.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор *Кравчук Ганна Вікторівна*, Чернігівський державний технологічний університет МОН України, професор кафедри фінансів;

кандидат економічних наук, доцент *Корнєєв Максим Валерійович*, Дніпропетровський гуманітарний університет, доцент кафедри економіки та менеджменту туристичної діяльності.

Захист дисертації відбудеться 28 квітня 2015 р. о 15 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 у Державному вищому навчальному закладі “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий “ ____ ” _____ 2015 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради
доктор економічних наук, доцент

Т. Г. Савченко

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. Незважаючи на те, що сучасні макроекономічні процеси характеризуються нестабільністю, ринок похідних фінансових інструментів (далі – РПФІ) України стійко нарощує свій потенціал і демонструє тенденцію до зростання спекулятивних обсягів операцій. Вітчизняний РПФІ характеризується: мінімальними в порівнянні зі світовими обсягами торгів – у 2013 р. світовий РПФІ склав 774,2 трлн дол., вітчизняний – 18,01 млрд грн.; незначною видовою різноманітністю інструментів, які знаходяться в обігу на ринку; обмеженим колом учасників; відсутністю повноцінної системи державного регулювання та нагляду через недостатню координацію і взаємодію між державними органами регулювання; фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень транспарентності тощо. З огляду на зазначене зростає актуальність розгляду питань, пов'язаних із забезпеченням розвитку та безперервного функціонування РПФІ через створення ефективної системи державного регулювання та нагляду, механізму оцінювання дієвості інструментів регулювання.

Дослідженню проблем розвитку РПФІ та його впливу на економіку країни приділяється значна увага як вітчизняними, так і зарубіжними вченими. Серед вітчизняних та зарубіжних науковців, які займаються дослідженням цієї галузі, слід виділити роботи наступних авторів: з питань теоретико-методологічних засад розвитку РПФІ та його значення для економічного зростання країни – А. В. Безп'ятова, І. М. Бурденко, О. М. Буреніна, І. Є. Вишняка, О. В. Галанової, М. І. Галочкіна, А. С. Глущенко, М. Ю. Глухова, В. Б. Гордона, В. В. Гоффе, І. О. Дарушина, Ф. О. Журавки, М. В. Кисельова, Я. Ю. Крамаренко, І. О. Макаренко, Л. О. Примостки, В. В. Рудько-Силіванова, О. М. Сохацької, О. Б. Фельдмана та інших; з питань інфраструктурної організації РПФІ та використання РПФІ з метою стимулювання економічного зростання держави – Ф. Блека (F. Black), Дж. М. Кейнса (J. M. Keynes), Р. Колба (R. Kolb), Дж. Маршалла (J. F. Marshall), М. Рубінштейна (M. Rubinstein), Дж. Фіннерті (J. Finnerty), Дж. Халла (J. C. Hull), В. Шарпа (W. F. Sharpe) та інших.

У той же час, незважаючи на значну кількість наукових праць з цієї проблематики, наукові дослідження, на наш погляд, потребують подальшого розвитку. Плюралізм наукових підходів до визначення ключових понять, механізму функціонування РПФІ та системи державного регулювання обумовлює необхідність систематизації існуючих моделей та розробки на їх основі оптимальної системи РПФІ в Україні. У роботах вітчизняних науковців приділяється значна увага проблемам розвитку РПФІ, при цьому ігнорується необхідність ґрунтовного розгляду системи державного регулювання цього ринку, його інфраструктури. Крім того, у дослідженнях практично відсутні напрямки, що стосуються розгляду науково-методичних засад функціонування системи пруденційного нагляду та державного регулювання РПФІ. Актуальність вирішення вказаних проблем та недостатній рівень їх теоретико-методичного обґрунту-

вання обумовили вибір теми, мети та завдань дисертаційної роботи, підкреслюють її актуальність та значущість теоретичних і практичних рекомендацій.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Положення дисертаційної роботи узгоджуються з пріоритетними напрямками наукових досліджень ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” та наукового журналу “Економіка і фінанси”. Пропозиції та висновки дисертанта враховано під час розробки НДР “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер державної реєстрації 0109U006782), “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0102U006965), “Формування та вдосконалення механізму сталого розвитку економічних систем” (номер державної реєстрації 0114U006192). До звітів за цими темами увійшли пропозиції дисертанта щодо: підготовки рекомендацій відносно удосконалення нормативно-правової бази з питань регулювання вітчизняного РПФІ; науково-методичні засади побудови нагляду РПФІ України; моделювання впливу грошового та фондового ринків на РПФІ; математичної формалізації індикаторів характеристики дохідної та ризикової частини РПФІ; проведення кількісного оцінювання ефективності функціонування РПФІ.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розвиток теоретичного підґрунтя та методичного забезпечення системи державного регулювання та нагляду на РПФІ, розробка науково-методичних і практичних рекомендацій щодо оцінювання її дієвості.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження були сформовані наступні завдання:

- узагальнити теоретичні підходи до трактування сутності ключових елементів РПФІ, їх функцій, принципів, класифікаційних ознак;
- проаналізувати теоретичні засади формування та організації інфраструктури РПФІ та здійснити її формалізацію через побудову дескриптивної моделі;
- узагальнити теоретичні підходи до сутності, функцій, принципів суб'єктно-об'єктної структури державного регулювання РПФІ;
- здійснити критичний огляд зарубіжного досвіду регулювання РПФІ шляхом проведення порівняльного аналізу світових моделей регулювання цього ринку;
- проаналізувати сучасний стан вітчизняного РПФІ та системи його державного регулювання, окреслити проблеми його функціонування та напрямки їх усунення;
- запропонувати методичні засади побудови дієвої системи державного регулювання РПФІ;
- розробити концептуальні засади формування в Україні системи нагляду РПФІ;
- поглибити методичний підхід до оцінювання ефективності функціонування РПФІ;

- розробити науково-методичний підхід до оцінювання впливу грошового та фондового ринків на РПФІ;
- запропонувати методичні засади оцінювання дієвості інструментів державного регулювання на РПФІ.

Об'єктом дослідження є економічні відносини між органами регулювання і суб'єктами ринку з приводу здійснення операцій з ПФІ.

Предметом дослідження є теоретичні аспекти і науково-методичні засади функціонування та розвитку системи державного регулювання РПФІ.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою для проведеної дисертаційної роботи виступають фундаментальні положення теорії фінансів, сучасні концепції та гіпотези функціонування фінансового ринку та РПФІ, а також наукові напрацювання закордонних та вітчизняних вчених із зазначених напрямів дослідження.

При постановці та розв'язанні поставлених завдань застосовувалися такі загальнонаукові методи дослідження, як: наукової абстракції, логічного узагальнення, порівняння та систематизації – при обґрунтуванні основних теоретичних положень та категоріального апарату; синтезу, порівняльного і статистичного аналізу – при визначенні сучасних закономірностей та перспектив розвитку РПФІ; порівняльного аналізу – при дослідженні зарубіжного досвіду регулювання та нагляду цього ринку; структурно-декомпозиційний аналіз – при побудові дескриптивної моделі інфраструктури РПФІ; методи економіко-математичного моделювання, кореляційно-регресійного та багатofакторного аналізу – при розробці методичних підходів до оцінки ефективності РПФІ та дієвості інструментів регулювання; структурне моделювання – при розробці методичних положень щодо оцінювання впливу грошового та фондового ринків на функціонування РПФІ.

Інформаційно-фактологічну базу наукового дослідження склали законодавчі та нормативні акти з питань функціонування фінансового ринку та його учасників; офіційні дані Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг України, Державної служби статистики України, Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Банку міжнародних розрахунків, Світової федерації бірж та інших, аналітичні матеріали провідних світових та вітчизняних біржових та позабіржових торгових систем, інвестиційних банків, хедж-фондів; наукові публікації та монографічні дослідження вітчизняних та зарубіжних фахівців з питань функціонування РПФІ та фінансового ринку.

Наукова новизна результатів дослідження полягає у вирішенні наукового завдання щодо розвитку науково-методичних засад функціонування та розвитку системи державного регулювання РПФІ та оцінюванні її дієвості.

До найбільш істотних результатів, що визначають наукову новизну, належать наступні положення:

вперше:

- запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання дієвості інструментів державного регулювання РПФІ, що конкретизуються у відповідних формах регулювання (інституційне регулювання, контроль, ліцензування та нормативне регулювання), шляхом побудови економетричних моделей залежності обсягів операцій з ПФІ від інструментів регулювання, що дозволяє визначити рівень чутливості зміни обсягів операцій з ПФІ та створює можливість виявити шляхи нарощення обсягів торгів на РПФІ;

удосконалено:

- науково-методичний підхід до оцінювання впливу інструментів державного регулювання на функціонування РПФІ через порівняння величини обсягів операцій ПФІ та штрафних фінансових санкцій, що дозволить оцінити рівень ефективності ринку та здійснити його якісну інтерпретацію у статистиці й динаміці;
- методичні положення щодо оцінювання впливу ринків базових фінансових активів на функціонування РПФІ через застосування структурного моделювання взаємозв'язку показників, які характеризують грошовий, фондовий ринки та РПФІ, що дозволить спрогнозувати тенденції розвитку РПФІ на основі врахування базових характеристик грошового та фондового ринків;

набули подальшого розвитку:

- формалізація інфраструктури РПФІ через побудову дескриптивної моделі, яка базується на поєднанні регулюючої (органи державного регулювання, саморегулювальної організації (далі – СРО) та учасники РПФІ), операційної, інформаційної, науково-дослідницької підсистем в розрізі суб'єктно-об'єктної складової, що дозволить упорядкувати і скоординувати взаємодію підсистем інфраструктури РПФІ, розмежувати їх функції та ідентифікувати місце кожної з них;
- обґрунтування необхідності реформування системи державного регулювання РПФІ шляхом трансформування моделі секторного регулювання в модель перехресного регулювання, яка дозволяє нівелювати основні недоліки існуючої системи регулювання РПФІ (недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами, фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень прозорості тощо);
- науково-методичні засади побудови системи нагляду на ринку ПФІ України шляхом передачі повноважень Національному банку України щодо нагляду за дотриманням пруденційних вимог учасниками позабіржового сегмента РПФІ, що дозволить найбільш повно врахувати особливості його функціонування;
- визначення сутності поняття “державне регулювання РПФІ”, під яким запропоновано розуміти сукупність взаємопов'язаних форм, методів та інструментів цілеспрямованого впливу державних органів у взаємодії з СРО на систему взаємовідносин між суб'єктами РПФІ з метою забезпечення стійкого, збалансованого та ефективного функціонування РПФІ і захисту

прав та інтересів осіб, що беруть у них участь. На відмінну від існуючих, розроблене визначення більш повно розкриває специфіку регуляторної діяльності на РПФІ, оскільки розширює коло суб'єктів регулювання, що конкретизує системні особливості організації цієї діяльності, а також її функціональне призначення.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що запропоновані в роботі теоретичні положення та науково-методичні рекомендації можуть бути використані банками, державними органами з регулювання та нагляду за учасниками РПФІ у процесі організації та управління їх діяльністю, а також вищими навчальними закладами у навчальному процесі.

Наукові результати дисертаційної роботи знайшли практичне застосування у роботі окремих установ, що підтверджується відповідними довідками та актами. Практичного застосування в діяльності ПАТ “Перший Інвестиційний Банк” набули рекомендації щодо створення системи мікропруденційних показників (довідка від 26.01.2015 № 149/0/2-15). Висновки та рекомендації дисертанта щодо оцінювання ефективності функціонування РПФІ впроваджені в практичну діяльність ПрАТ “Українська Міжбанківська Валютна Біржа” в м. Київ (довідка від 17.11.2014 № 1225-014). Пропозиції щодо оцінювання впливу грошового та фондового ринків на ринок похідних фінансових інструментів враховані в практичній діяльності ТОВ “ЕФ ІКС ПРИВАТ КАМΠΑНИ ЛТД” при визначенні стратегії трейдерів на ринку похідних фінансових інструментів і формуванні їх торгової позиції (довідка від 24.10.2014 № 24.1/14).

Одержані дисертантом наукові результати використовуються в навчальному процесі у ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін: “Фінансовий ринок”, “Ринок фінансових послуг”, “Операції з фінансовими деривативами”, “Управління фінансовими ризиками” (акт про впровадження у навчальний процес ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» від 15.09.2014).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційне дослідження є самостійно виконаною науковою роботою. Наукові положення, висновки, рекомендації і розробки, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях. Результати, опубліковані дисертантом у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах його особистого внеску.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дисертаційного дослідження оприлюднені, обговорювались і отримали схвальну оцінку на науково-практичних конференціях, серед яких: VII Міжнародна науково-практична конференція “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (2012 р., м. Суми); Всеукраїнська науково-практична конференція молодих вчених та студентів “Проблеми управління соціально-економічним розвитком України” (2012 р., м. Харків); Міжнародна науково-практична інтернет-конференція “Актуальні проблеми економіки і управління в сучасних соціально-економічних умовах” (2012 р., м. Дніпропетровськ); XIII Міжнародна науково-практична конференції аспірантів та студентів “Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем” (2013 р., м. Львів); Міжнародна науково-

практична конференція “Економічні підсумки 2013 року: досягнення, тенденції та прогнози” (2013 р., Сімферополь); III Міжнародна науково-практична конференція “Проблеми сучасної економіки” (2013 р., Донецьк); Міжнародна науково-практична конференція “Прогнозування соціально-економічного розвитку національної економіки” (2014 р., Одеса).

Публікації. Основні наукові положення та висновки даного дисертаційного дослідження опубліковано у 20 наукових працях загальним обсягом 9,55 друк. арк., з яких особисто автору належить 9,12 друк. арк., у тому числі: 9 статей у наукових фахових виданнях, 2 статті в інших виданнях, у т. ч. 1 публікація у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз (Scopus) (англійською мовою), 1 розділ у колективній монографії, 8 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації складає 296 сторінок, у тому числі на 203 сторінках розміщені 31 таблиця, 33 рисунки, 38 додатків та список літератури зі 246 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі “**Теоретичні основи державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів**” проведено структурно-декомпозиційний аналіз понятійно-категоріального апарату дослідження (“похідні фінансові інструменти” (далі – ПФІ), РПФІ, “інфраструктура РПФІ”, “регулювання РПФІ”, “державне регулювання РПФІ”), визначено їх характерні ознаки, уточнено економічну суть і роль, формалізовано теоретичні основи щодо побудови інфраструктури РПФІ, досліджено еволюцію і тенденції їх розвитку та регулювання, здійснено критичний аналіз зарубіжного досвіду регулювання цього сегмента фінансового ринку.

Систематизація наукових поглядів щодо сутності поняття похідних фінансових інструментів засвідчила їх плюралізм, що конкретизується в економічному (формальний та сутнісний) та юридичному підходах, і дала змогу запропонувати визначення ПФІ як фінансового інструменту, що є домінантною формою фіктивного капіталу, основне призначення якого полягає у трансформації та передачі ризиків за допомогою інструментів спекуляції та хеджування у формі строкового контракту, в якому фіксується ціна, розмір якої походить від вартості базового активу, та умови розрахунку за ним в майбутньому. Дане визначення дозволяє врахувати функціональні особливості, специфічні ознаки ПФІ, зокрема часові, вартісні, якісні, та їх роль у системі регулювання як РПФІ, так і фінансового ринку в цілому. Враховуючи аналіз змістового наповнення функцій ПФІ на макро- і мікрорівні, визначено, що ПФІ можуть виступати своєрідними інструментами регулювання грошово-кредитної, валютної політик та торгівельної діяльності на фондовому ринку. Проведене дослідження дозволило визначити базові характеристики середовища їх обігу – РПФІ, структурно і функціонально його окреслити та розробити власне визначення РПФІ як сис-

теми фінансово-економічних відносин між його учасниками, що виникають з метою створення і переміщення фіктивного капіталу, формування інформаційної прозорості, забезпечення загальної ефективності, хеджування ризиків, сприяння інноваційному та інвестиційному процесам. Запропоноване трактування повною мірою описує особливості цього терміну, з одного боку, як ринку взагалі, а з іншого – як ринку, на якому створюються відносини купівлі-продажу специфічного товару – ПФІ.

Економічне зростання РПФІ зумовлюється рівнем розвитку елементів його інфраструктури. Проведене дослідження теоретичних засад функціонування РПФІ та діяльності його основних суб'єктів дало змогу структурувати інфраструктуру цього ринку (рис. 1) за підсистемами (регулююча, інформаційна, науково-дослідницька та операційна) в розрізі суб'єктної та об'єктної складових, в межах яких регулююча підсистема представлена трьома рівнями, визначальними серед яких є державні органи регулювання (НБУ, НКЦПФР, НКРРФП). Розроблена модель дозволила упорядкувати та скоординувати взаємодію її підсистем, а також розмежувати роль і місце кожної з них, що обумовлює необхідність оцінювання ефективності функціонування РПФІ та дієвості його системи державного регулювання.

Визначальним для розвитку РПФІ та його інфраструктури є система державного регулювання. Побудова дескриптивної моделі інфраструктури дозволила уточнити економічну сутність поняття “державне регулювання РПФІ”, його суб'єктно-об'єктну специфікацію, взаємозв'язки форм, методів та інструментів проведення.

У роботі державне регулювання РПФІ розглядається як сукупність взаємопов'язаних форм, методів та інструментів цілеспрямованого впливу державних органів у взаємодії з СРО, на систему взаємовідносин між суб'єктами РПФІ, з метою забезпечення стійкого, збалансованого та ефективного функціонування РПФІ і захисту прав та інтересів осіб, що беруть у них участь.

Зважаючи на те, що вітчизняний РПФІ тільки розвивається і в Україні майже відсутній досвід щодо його регулювання, досліджено міжнародний досвід регулювання РПФІ, який дозволив виявити основний вектор розвитку системи державного регулювання РПФІ у світі – відходження від моделі мегарегулятора до перехресного регулювання. Окрім цього автором досліджено еволюцію РПФІ, що дозволило встановити взаємозв'язок між темпами розвитку РПФІ та системою його регулювання.

У другому розділі “**Науково-методичні засади державного регулювання РПФІ в Україні**” проведено аналіз стану вітчизняного РПФІ та системи його державного регулювання, обґрунтовано концептуальні основи побудови державного регулювання РПФІ та поглиблено методичні підходи до використання нагляду як інструмента нівелювання системного ризику на позабіржовому РПФІ.

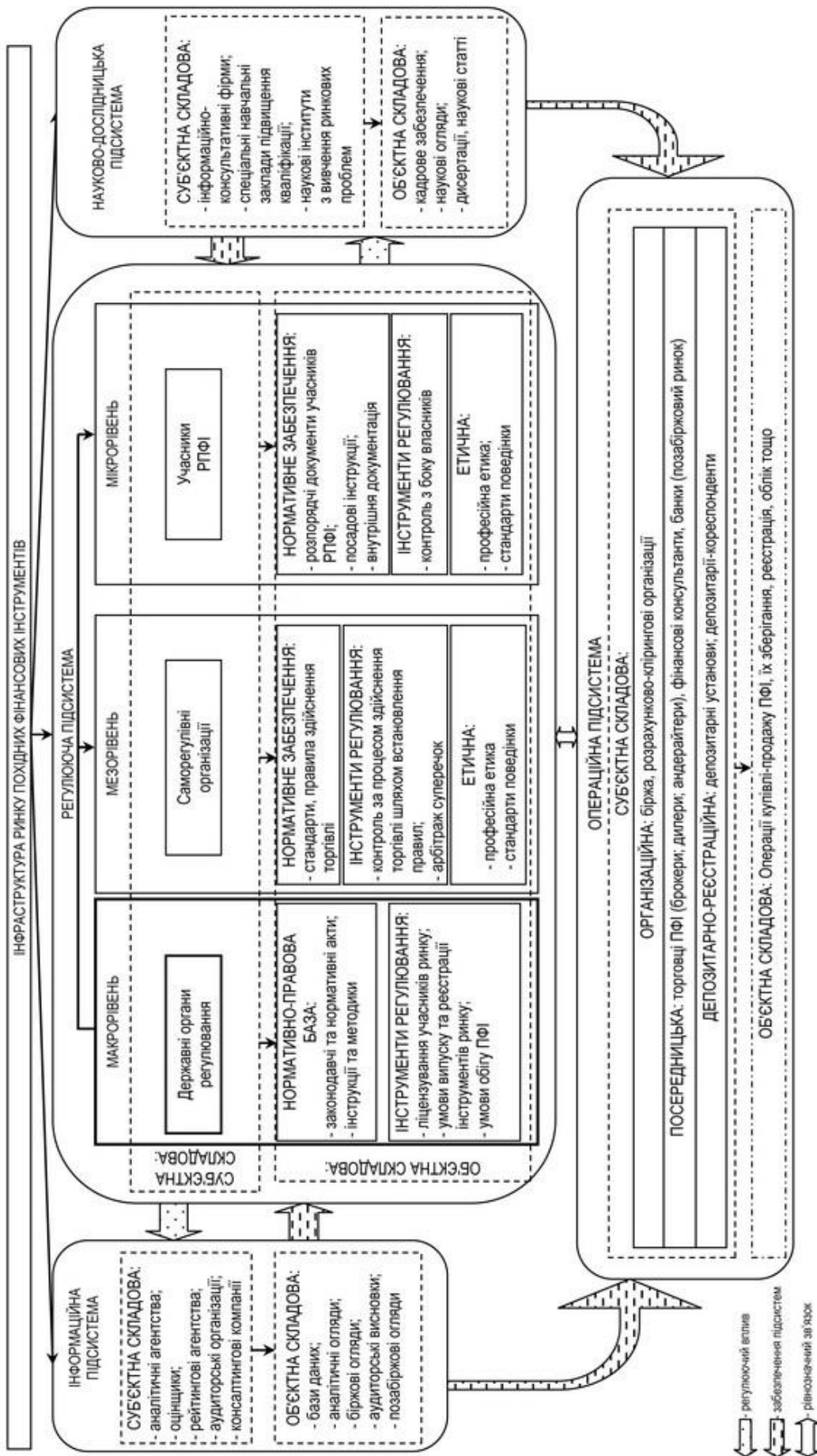


Рисунок 1 – Дескриптивна модель інфраструктури ринку похідних фінансових інструментів

Аналіз стану вітчизняного РПФІ дає змогу стверджувати, що РПФІ України стійко нарощує свій потенціал та демонструє тенденцію до зростання спекулятивних операцій на ньому. Так, протягом 2005–2013 рр. обсяг торгівлі ПФІ на вітчизняному ринку зріс на 17,89 млрд грн., і в 2013 р. склав 18,01 млрд грн. Проте РПФІ не відіграє такої вагової ролі в економіці України, як світовий ринок РПФІ.

У результаті проведеного аналізу функціонування РПФІ та його системи регулювання було виявлено значну кількість проблем, які була згруповано у п'ять груп: нормативні, інфраструктурні, методологічні, інформаційні та організаційні. Проведення поглибленого аналізу виявлених проблем доводить, що однією з основних перешкод для стійкого розвитку РПФІ є існування недоліків у функціонуванні системи державного регулювання ринку, яка є рушійною силою його розвитку.

З метою окреслення напрямків реформування існуючої системи державного регулювання РПФІ України здійснено аналіз можливості вирішення існуючих проблем функціонування вітчизняного РПФІ за допомогою відповідних моделей регулювання.

Порівняльний аналіз функціонуючих світових моделей регулювання РПФІ та основних проблем функціонування вітчизняного РПФІ і його системи регулювання дозволив обрати модель, яка максимально враховуватиме особливості українського РПФІ – модель перехресного регулювання. У процесі дослідження було доведено, що використання секторної моделі регулювання сприяє поглибленню існуючих проблем РПФІ, 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. У свою чергу, запропонована система дозволить вирішити основні проблеми існуючої української системи регулювання РПФІ, а саме недостатню координацію і взаємодію між наглядовими органами, фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень транспарентності тощо.

Враховуючи хаотичність у становленні вітчизняного РПФІ та циклічний характер впливу деструктивних чинників на розвиток національної економіки, значної актуальності набуває питання нівелювання системних ризиків РПФІ шляхом створення системи нагляду за основними його учасниками.

Розвиваючи ідею реформування системи державного регулювання на модель перехресного регулювання, актуальним стає виокремлення державного органу, який би здійснював нагляд за позабіржовими операціями з ПФІ. Аналіз світового досвіду організації нагляду дозволив зробити висновок, що в більшості країн нагляд за фінансовим сектором здійснює Центральний банк. При цьому, беручи до уваги специфіку функціонування вітчизняного РПФІ, а саме: відсутність небанківських фінансових установ на позабіржовому ринку у зв'язку з введенням податку на операції з відчуження цінних паперів і операцій

з деривативами та присутність на ньому виключно банківських установ доцільно передати функції з нагляду за позабіржовим сегментом РПФІ Національному банку України. Зазначений варіант реформування системи нагляду найбільш повно враховує особливості функціонування вітчизняного ринку ПФІ та не суперечить існуючому у світі вектору розвитку моделей регулювання РПФІ.

У третьому розділі **“Удосконалення методичних засад функціонування й державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів України”** поглиблено науково-методичний підхід до оцінювання ефективності функціонування РПФІ; розвинуто методичні положення щодо оцінювання впливу базових ринків на РПФІ; запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання дієвості інструментів державного регулювання.

Оцінювання рівня ефективності функціонування РПФІ створює можливість моніторингу результату впровадження будь-яких інструментів державного або ринкового впливу на об’єкт дослідження. У роботі запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання ефективності функціонування РПФІ на основі порівняння величини обсягів ПФІ та штрафних фінансових санкцій, алгоритм якого представлений на рис. 2.

Результати застосування науково-методичного підходу (рис. 2) свідчать про низький обсяг торгів та високий рівень ризику за цими операціями, що дозволяє зробити висновок про критичний стан українського РПФІ. Незважаючи на підвищення результативності функціонування РПФІ у 2011–2012 рр., сучасна тенденція підтверджує зниження рівня його ефективності. Науково-методичний підхід дозволяє говорити не тільки про необхідність збільшення якісних характеристик РПФІ (використання нових видів ПФІ) та кількісних результатів, а й про застосування дієвих форм та інструментів державного регулювання.

При цьому функціонування РПФІ неможливо розглядати без дослідження впливу на нього базових ринків (фондового та грошового). З метою визначення сучасних тенденцій, перспективних напрямків розвитку РПФІ та системи його державного регулювання на найближчий період було запропоновано застосування методів структурного моделювання, що дозволило оцінити ступінь впливу кожного фактора досліджуваних ринків на функціонування РПФІ.

З метою складання науково обґрунтованих програм розвитку РПФІ автором здійснено формалізацію впливу показників грошового та фондового ринків на функціонування РПФІ: 1) взаємозв’язку показників грошового (глибина грошового сектора), фондового (ринкова капіталізація компаній, що знаходяться в лістингу на біржах) ринків та РПФІ (1); 2) взаємозв’язку показників грошового (індекс РЕОК), фондового (обсяг торгів на ринку цінних паперів) ринків та РПФІ (2); 3) взаємозв’язку показників грошового (реальна процентна ставка), фондового (загальна вартість акцій) ринків та РПФІ (3); 4) взаємозв’язку показників грошового (дефлятор ВВП), фондового (кількість професійних учасників фондового ринку) ринків та РПФІ (4); 5) взаємозв’язку показників грошового (глобальний індекс капіталу), фондового (частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів) ринків та РПФІ (5).

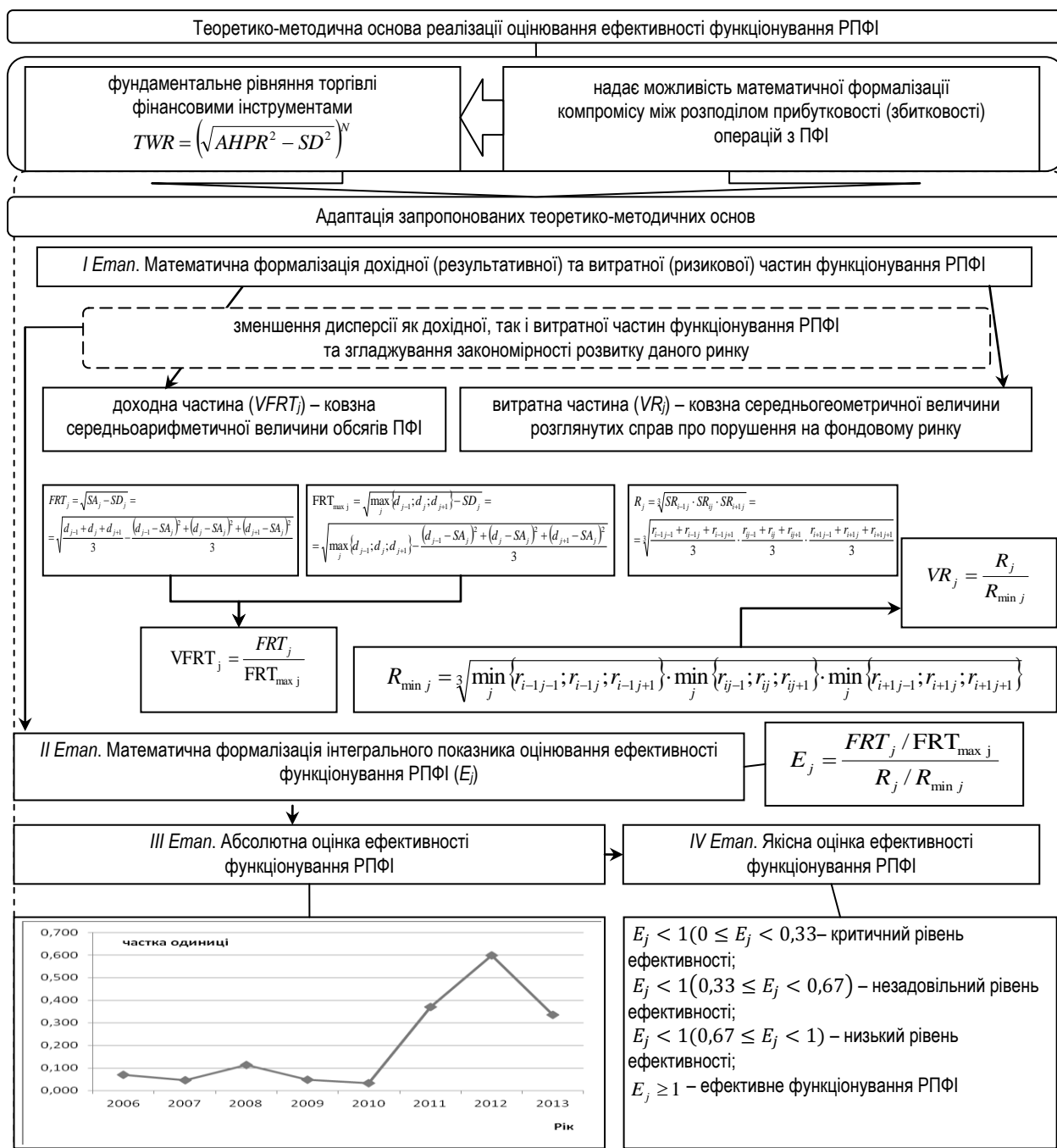


Рисунок 2 – Науково-методичний підхід до оцінювання ефективності функціонування ринку похідних фінансових інструментів:

N – кількість періодів; $AHPR$ – середня арифметична торгівлі фінансовими інструментами; SD – стандартне відхилення торгівлі фінансовими інструментами; FRT_j – оцінювальний рівень розвитку РПФІ за j -й рік; SA_j – значення ковзної середньої арифметичного обсягу ПФІ за j -й рік; SD_j – значення стандартного відхилення обсягу ПФІ за j -й рік; $FRT_{max j}$ – оцінювальне (абсолютне) значення максимального (еталонного) рівня розвитку РПФІ за j -й рік; $\max_{j-1, j, j+1} \{d_{j-1}; d_j; d_{j+1}\}$ – максимальне значення показника дохідної частини функціонування РПФІ серед j -го року, попереднього та наступного; R_j – абсолютне значення середнього геометричного рівня ризику функціонування РПФІ за j -й рік; SR_{ij} – ковзне середнє арифметичне i -го показника витратної частини функціонування РПФІ за j -й рік; $R_{min j}$ – оцінювальне (абсолютне) значення мінімального (еталонного) рівня витрат РПФІ за j -й рік; $\min_j \{r_{ij-1}; r_{ij}; r_{ij+1}\}$ – мінімальне значення показника витратної частини функціонування РПФІ серед j -го року, попереднього та наступного.

$$\begin{cases} FINM = 0,443RPF I + 0,937 \\ FONM = 1,900RPF I + 3,259FINM + 52,592 \\ FINM_1 = FINM + 0,027 \\ FONM_1 = FONM \end{cases} \quad (1)$$

$$\begin{cases} FINM = 0,390RPF I + 0,500 \\ FONM = 0,500RPF I + 0,500FINM + 0,500 \\ FINM_2 = FINM + 0,500 \\ FONM_2 = FONM + 0,500 \end{cases} \quad (2)$$

$$\begin{cases} FINM = -2,222RPF I + 0,463 \\ FONM = -2,365RPF I - 1,480FINM \\ FINM_3 = FINM + 41,285 \\ FONM_3 = FONM + 0,500 \end{cases} \quad (3)$$

$$\begin{cases} FINM = -2,321RPF I + 54,065 \\ FONM = 87,476RPF I + 16,969FINM \\ FINM_4 = FINM \\ FONM_4 = FONM + 11656,390 \end{cases} \quad (4)$$

$$\begin{cases} FINM = -0,341RPF I \\ FONM = 0,473RPF I + 1,098FINM + 1,881 \\ FINM_5 = FINM \\ FONM_5 = FONM + 0,500 \end{cases} \quad (5)$$

де $FINM$ – рівень розвитку грошового ринку; $RPF I$ – рівень розвитку РПФІ; $FONM$ – рівень розвитку фондового ринку; FI – M_1 – M_2 до ВВП, глибина грошового сектора; $FONM_1$ – ринкова капіталізація компаній, що знаходяться в ліс³ нгу на біржах; $FINM_2$ – індекс реального ефективного обмінного курсу; $FONM_2$ – обсяг торгів на ринку цінних паперів; $FINM_3$ – реальна процентна ставка; $FONM_3$ – загальна вартість акцій; $FINM_4$ – дефлятор ВВП; $FONM_4$ – кількістю професійних учасників фондового ринку; $FINM_5$ – глобальний індекс капіталу S&P; $FONM_5$ – частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів.

Проведені розрахунки дозволяють зробити висновок про неоднозначний вплив факторів: більшість чинників фондового ринку здійснюють прямий вплив на зростання рівня розвитку РПФІ, окрім загальної вартості акцій. Щодо чинників грошового ринку, то більшість із розглянутих показників здійснюють обернений вплив на розвиток РПФІ, зокрема реальна процентна ставка, дефлятор ВВП, глобальний індекс капіталу. Прямий вплив мають лише глибина фінансового сектора та індекс реального ефективного обмінного курсу.

Оскільки ринкові механізми саморегулювання ще недостатньо сформовані, то актуалізується питання визначення напрямку та ступеня дієвості застосування певних інструментів державного регулювання з метою оцінки впливу на розвиток РПФІ, вирішення якого дозволить не тільки ефективно проводити контроль за станом ринку, але й стимулювати його подальше становлення.

У зв'язку з цим у роботі запропоновано науково-методичний підхід оцінювання дієвості інструментів державного впливу через призму можливостей регулювання РПФІ (рис. 3).

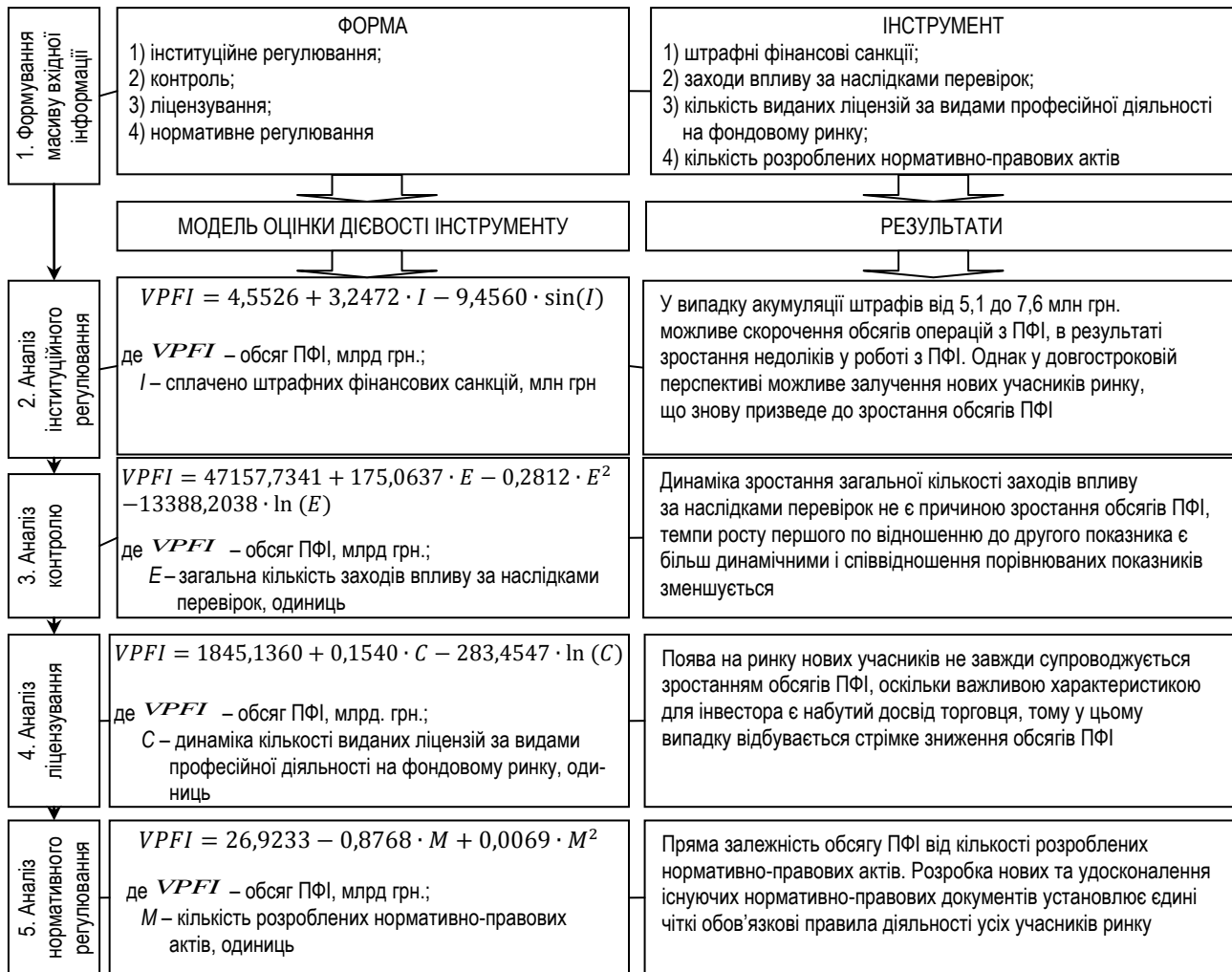


Рисунок 3 – Науково-методичний підхід до оцінювання дієвості інструментів державного регулювання

У результаті було встановлено, що застосування штрафних санкцій зумовлює циклічний характер зміни обсягів ПФІ; підвищення кількості заходів впливу за наслідками перевірок та кількості виданих ліцензій за видами професійної діяльності на фондовому ринку обумовлюють скорочення обсягів ПФІ через створення обмежень для учасників ринку; зростання кількості розроблених нормативно-правових актів сприяє розширенню обсягів ПФІ у довгостроковій перспективі.

ВИСНОВКИ

У дисертації представлено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення науково-прикладного завдання, що полягає у розвитку теоретичних положень та удосконаленні методичного забезпечення і практичних рекомендацій щодо розвитку державного регулювання РПФІ України.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено наступні висновки:

1. РПФІ відіграє важливу роль у функціонуванні фінансового ринку країни, що пов'язано, в першу чергу, з тим, що цей ринок можна розглядати

як осередок перерозподілу ризиків, що виникають в результаті руху фінансових ресурсів. На підставі дослідження різних трактувань поняття “державне регулювання РПФІ”, їхнього узагальнення, аналізу і порівняння обґрунтовано визначення цієї економічної категорії як сукупності взаємопов’язаних форм та методів цілеспрямованого впливу державних органів у взаємодії з СРО, на систему взаємовідносин між суб’єктами РПФІ, з метою забезпечення стійкого, збалансованого та ефективного функціонування РПФІ і захисту прав та інтересів осіб, що беруть у них участь.

2. Запропоновано розглядати РПФІ як систему фінансово-економічних відносин між його учасниками, що виникають з метою створення і переміщення фіктивного капіталу, формування інформаційної прозорості забезпечення загальної ефективності, хеджування ризиків, сприяння інноваційному та інвестиційному процесам.

3. Проведений аналіз стану та тенденцій розвитку вітчизняного РПФІ та системи його регулювання дозволив окреслити проблеми їх функціонування в межах нормативного, інфраструктурного, методологічного, інформаційного та організаційного аспектів і визначити можливі шляхи їх вирішення й напрямки (перспективи) подальшого розвитку українського РПФІ.

4. Формалізовано інфраструктуру РПФІ через побудову дескриптивної моделі, втілену у єдності регулюючої підсистеми на макро- (органи державного регулювання), мезо- (саморегульовні організації) та мікрорівні (учасники РПФІ), а також операційної, інформаційної, науково-дослідницької підсистем, представлених суб’єктами та об’єктами складовими. Це дозволить упорядкувати і скоординувати взаємодію підсистем інфраструктури РПФІ, розмежувати їх функції та ідентифікувати місце кожної з них.

5. Здійснено аналіз можливості вирішення проблем українського РПФІ за допомогою моделей мегарегулятора, секторного регулювання та перехресного регулювання, що дозволило обґрунтувати необхідність трансформування секторної моделі регулювання на модель перехресного регулювання, яка усуває основні недоліки існуючої системи регулювання РПФІ в Україні та сприяє їх нейтралізації.

6. Запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання дієвості інструментів державного регулювання РПФІ, які розглядались в межах форм державного регулювання (інституційне регулювання, контроль, ліцензування та нормативне регулювання), застосування якого дозволяє визначити дію кожного інструмента за окремо визначеною економіко-математичною моделлю на основі нелінійно-регресійних рівнянь та дає можливість ідентифікувати діапазони виміру показників інструментів державного регулювання РПФІ з метою прогнозування динаміки обсягів ПФІ.

7. Запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання ефективності функціонування РПФІ на основі розрахунку комплексних його характеристик (співвідношення дохідної частини РПФІ, яка максимізується, з ризиковою частиною РПФІ, яка мінімізується) з використанням інструментарію економіко-

математичного моделювання. Результати апробації підходу засвідчили низький обсяг торгів на РПФІ та високий ризик за цими операціями, що вказує на критичний стан РПФІ в Україні.

8. З метою складання науково обґрунтованих програм розвитку РПФІ проведено дослідження факторного впливу, що здійснюють фондовий та грошовий ринки на РПФІ. Формалізація впливу цих ринків на РПФІ була проведена за допомогою структурного моделювання, що дозволило визначити різновекторний вплив чинників ринків базових фінансових активів.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Монографії

1. Єльнікова Ю. В. Методичні засади оцінювання ефективності функціонування ринку похідних фінансових інструментів : колективна монографія / Ю. В. Єльнікова // Mechanism of Sustainable Development of Economic Systems Formation. – Verlag SWG imex GmbH, Nürnberg, Deutschland, 2014. – 438 p. – P. 77–85 (0,59 друк. арк.).

Статті у наукових фахових виданнях

2. Єльнікова Ю. В. Семантика поняття “похідний фінансовий інструмент” / Ю. В. Єльнікова // Вісник ЖДТУ. – (Серія “Економічні науки”). – № 4 (66). – 2013. – С. 170–175 (0,5 друк. арк.).

3. Єльнікова Ю. В. Саморегульвні організації: поняття, функції та принципи діяльності / Ю. В. Єльнікова // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2012. – Вип. 36. – С. 163–171 (0,53 друк. арк.).

4. Єльнікова Ю. В. Сучасна інфраструктура ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Вісник НБУ. – № 5. – 2014. – С. 67–71 (0,55 друк. арк.).

5. Бурденко І. М. Сучасні світові моделі регулювання ринку похідних фінансових інструментів / І. М. Бурденко, Ю. В. Єльнікова // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2013. – Вип. 37. – С. 29–44 (0,86 друк. арк.). *Особистий внесок: здійснено порівняльний аналіз світових моделей регулювання ринку похідних фінансових інструментів (0,43 друк. арк.).*

6. Єльнікова Ю. В. Механізм регулювання українського ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Вісник ЗНУ. – (Серія “Економічні науки”). – № 1(21). – 2014. – С. 186–195 (0,74 друк. арк.).

7. Єльнікова Ю. В. Науково-методичні засади розвитку державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Вісник ЧДТУ. – (Серія “Економічні науки”). – Випуск 36. – Ч. I. – Т. 1. – С. 138–145 (0,54 друк. арк.).

8. Єльнікова Ю. В. Науково-методичні засади побудови макропруденційного нагляду ринку похідних фінансових інструментів України / Ю. В. Єльнікова // Економіка та держава. – № 5. – 2014. – С. 61–66 (0,81 друк арк.).

9. Єльнікова Ю. В. Сучасний стан вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Економіка. Фінанси. Право. Проблемні питання, коментарі та поради. – № 5/1. – 2014. – С. 3–10 (0,83 друк арк.).

10. Єльнікова Ю. В. Методологія оцінки впливу фінансового та фондового ринків на ринок похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Інноваційна економіка. – № 5. – 2014. – С. 265–272 (0,94 друк арк.).

Публікації у інших виданнях

11. Єльнікова Ю. В. Анализ проблем и перспектив реализации концепции пруденциального надзора за деятельностью профессиональных участников рынка производных финансовых инструментов / Ю. В. Єльнікова // Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов. – № 4(Апрель). – 2014. – С. 53–56 (0,37 друк арк.).

12. Yulia Yelnikova. Evaluation of the effectiveness of public regulation in the market of derivatives // Investment Management and Financial Innovations. – Volume 11. – Issue 4. – 2014. – 119 с. – С. 85–91 (0,68 друк арк.).

Публікації у збірниках матеріалів конференцій

13. Єльнікова Ю. В. Організаційна структура регулювання ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Міжнародна банківська конкуренція : теорія і практика : збірник тез доповідей VII Міжнародної науково-практичної конференції (24–25 травня 2012 р.) : у 2-х т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – Т. 2. – С. 57–59 (0,12 друк арк.).

14. Єльнікова Ю. В. Особливості історичного розвитку ринку ПФІ в Україні / Ю. В. Єльнікова // Проблеми управління соціально-економічним розвитком України : матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених та студентів (27 квітня 2012 р.). – Х. : ВБ “Фактор”, 2012. – С. 240–246 (0,19 друк арк.).

15. Єльнікова Ю. В. Сутнісний зміст поняття “саморегулівна організація” / Ю. В. Єльнікова // Актуальні проблеми економіки і управління в сучасних соціально-економічних умовах : збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції 02–03 жовтня 2012. – Дніпропетровськ : Герда, 2012. – С. 255–259 (0,31 друк арк.).

16. Єльнікова Ю. В. Порівняльний аналіз світових моделей регулювання ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем : збірник тез XIII Міжнародної науково-практичної конференції аспірантів та студентів, 26–27 березня 2013 року / Відп. за вип. О. О. Другов. – Львів : ЛІБС УБС НБУ, 2013. – С. 49–52 (0,18 друк арк.).

17. Єльнікова Ю. В. Нормативно-правове забезпечення функціонування ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Економічні підсумки 2013 року: досягнення, тенденції та прогнози : збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції (м. Сімферополь, 27–28 грудня 2013 р.) : у 3 частинах / Наукове об'єднання “Economics”. – Сімферополь : НО “Economics”, 2013. – Ч. 3. – С. 6–9 (0,26 друк. арк.).

18. Єльнікова Ю. В. Теоретичні аспекти пруденційного нагляду / Ю. В. Єльнікова // Прогнозування соціально-економічного розвитку національної економіки : збірник тез наукових робіт учасників Міжнародної науково-практичної конференції (м. Одеса, 24–25 січня 2014 р.) : у 3 частинах / ГО “Центр економічних досліджень та розвитку”. – О. : ЦЕДР, 2014. – Ч. 3. – С. 80–82 (0,14 друк. арк.).

19. Єльнікова Ю. В. Напрямки реформування сучасної системи державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Єльнікова // Проблеми сучасної економіки : збірник матеріалів III Міжнародної науково-практичної конференції (м. Донецьк, 27–28 грудня 2013 р.) : у 4-х частинах / Східноукраїнський інститут економіки та управління. – Донецьк : ГО “СІЕУ”, 2013. – Ч. 3. – С. 50–52 (0,21 друк. арк.).

20. Єльнікова Ю. В. Ринок похідних фінансових інструментів у контексті інституціональної теорії / Ю. В. Єльнікова // Фінансова інфраструктура: формування, проблеми та перспективи розвитку в умовах інноваційної економіки : збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 7–8 листопада 2014 р.) : у 4-х частинах. – К. : ГО “Київський економічний науковий центр”, 2014. – Ч. 3. – С. 96–98 (0,2 друк. арк.).

АНОТАЦІЯ

Єльнікова Ю. В. Розвиток регулювання ринку похідних фінансових інструментів України. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, Суми, 2015.

У дисертаційній роботі досліджено теоретичні основи функціонування РПФІ, його системи регулювання та інфраструктури, визначено їх економічну сутність, структурно-функціональні особливості, роль у процесах забезпечення фінансової стабільності; здійснено аналіз історичного розвитку РПФІ та його регулювання, їх передумови та тенденції; проведено аналіз стану вітчизняного РПФІ та системи його державного регулювання, обґрунтовано концептуальні основи побудови державного регулювання РПФІ та поглиблено методичні підходи до використання нагляду як інструмента нівелювання системного ризику на позабіржовому РПФІ; поглиблено науково-методичний підхід до оцінювання ефективності функціонування РПФІ; розвинуто методичні положення щодо оцінювання впливу

базових ринків на РПФІ; запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання дієвості інструментів державного регулювання.

Ключові слова: ринок похідних фінансових інструментів, державне регулювання РПФІ, модель перехресного регулювання, модель секторного регулювання, пруденційний нагляд, дієвість інструментів державного регулювання.

АННОТАЦІЯ

Ельникова Ю. В. Развитие регулирования рынка производных финансовых инструментов Украины. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Государственное высшее учебное заведение “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины”, Сумы, 2015.

В диссертационной работе исследованы теоретические основы функционирования РПФИ, его системы регулирования и инфраструктуры, определена их экономическая сущность, структурно-функциональные особенности, роль в процессах обеспечения финансовой стабильности; осуществлен анализ исторического развития РПФИ и его регулирования, их предпосылки и тенденции. Проведен анализ современного состояния и проблем нормативного, инфраструктурного, методологического, информационного и организационного характера РПФИ Украины и намечены возможные пути их решения и перспективы дальнейшего развития рынка. Осуществлен сравнительный анализ преимуществ существующих моделей и недостатков функционирующей системы регулирования отечественного РПФИ, который позволил выбрать модель, которая будет максимально учитывать его особенности – модель перекрестного регулирования. Разработаны концептуальные основы надзора за РПФИ, в пределах которых предложено наделить полномочиями по его осуществлению Национальный банк Украины.

Разработан подход к структурному моделированию воздействия денежного и фондового рынков на РПФИ, который позволил определить разновекторное влияние факторов рынков базовых финансовых активов. Разработан научно-методический подход к оценке эффективности функционирования РПФИ, который позволяет не только предоставить количественную оценку уровня эффективности рынка, но и провести его качественную интерпретацию. Разработан научно-методический подход к оценке действенности инструментов государственного регулирования на РПФИ, применение на практике которого позволит оценить действие каждого инструмента по отдельности определенной экономико-математической моделью, спрогнозировать динамику объемов ПФИ и оценить уровень развития этого сегмента финансового рынка.

Ключевые слова: рынок производных финансовых инструментов, государственное регулирование РПФИ, модель перекрестного регулирования, модель секторного регулирования, пруденциальный надзор, действенность инструментов государственного регулирования.

SUMMARY

Yelnikova Yu. Development of Ukrainian Derivatives Market Regulation. – Manuscript.

The dissertation for reception of scientific degree of candidate of economic science in specialty 08.00.08 – Money, finance and credit. – State Higher Educational Institution “Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine”, Sumy, 2015.

In the thesis the theoretical foundations of financial derivatives market functioning, its regulatory system and infrastructure are studied; derivatives economic essence, structural and functional characteristics, role in financial stability ensuring are defined; historical development of the financial derivatives market and of its regulation, their background and trends are analysed; the analysis of domestic financial derivatives market and system of its state regulation are analyzed; the conceptual bases of building the state regulation of financial derivatives market are justified and the methodological approaches to the use of supervision as an instrument of leveling the systemic risk in the OTC financial derivatives market are extended; the scientific and methodical approach to the evaluation of the efficiency of the financial derivatives market functioning is enriched; the methodological provisions for evaluating the impact of basic markets on the financial derivatives market are developed; the scientific and methodical approach to the evaluation of the efficiency of state regulation instruments is suggested.

Key words: financial derivatives market, government regulation of financial derivatives market, model of “Twin Peaks”, model of sector regulation, prudential supervision, effectiveness of government regulatory instruments.

Відповідальний за випуск
кандидат економічних наук, доцент
І. М. Бурденко

Підписано до друку 24.03.2015.
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9.
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Державний вищий навчальний заклад
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”.
Адреса: вул. Петропавлівська, 57, м. Суми, 40000, Україна.
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
видавців, виготівників і розповсюджувачів
видавничої продукції: серія ДК № 4694 від 19.03.2014

