

DOI: <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2025-53-52>

УДК 339.9:336.7

Масло Андрій Ігорович

кандидат економічних наук,
докторант кафедри глобальної економіки,
Національний університет біоресурсів і природокористування України
ORCID: <https://orcid.org/0009-0003-5063-8336>

Andrii Maslo

National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine

ВИКОРИСТАННЯ ЗАРУБІЖНОГО ДОСВІДУ В УДОСКОНАЛЕННІ РЕГУЛЮВАННЯ ВІТЧИЗНЯНИХ ОРГАНІЗОВАНИХ ТОВАРНИХ РИНКІВ

USE OF FOREIGN EXPERIENCE IN IMPROVING THE REGULATION OF DOMESTIC ORGANIZED COMMODITY MARKETS

Анотація. У статті розглянуто особливості регулювання організованих товарних ринків. На основі зарубіжного досвіду проаналізовано наявність тісного зв'язку між ефективним функціонуванням організованих товарних ринків та чіткою системою регулювання. Відзначено, що від системи регулювання залежить прозорість і конкурентні переваги біржової торгівлі. Визначено, що основною метою регулювання організованих товарних ринків є створення та контроль за дотриманням необхідних умов ефективного функціонування усіх ринкових учасників. На основі зарубіжного досвіду виявлено, що еволюція біржової торгівлі сприяла поєднанню різних правових традицій, етапів розвитку ринкової інфраструктури та політичної ситуації, що сприяло формуванню моделей регулювання організованих ринків. На основі поєднання механізмів державного регулювання та саморегулювання розглянуто американську, європейську, азійську та змішану моделі регулювання. Визначено основні напрями удосконалення вітчизняного регулювання організованих товарних ринків з переходом до європейської моделі регулювання.

Ключові слова: зарубіжний досвід, регулювання, організовані товарні ринки, моделі регулювання, товарні біржі, біржова торгівля.

Summary. The article examines the features of the organized commodity markets regulation. Based on foreign experience, the existence of a close connection between the effective functioning of organized commodity markets and a clear regulatory system is analyzed. It is noted that the transparency and competitive advantages of exchange trading in commodity assets, as well as the expansion of market participants' access to innovative exchange-traded futures instruments, will depend on an effective regulatory system. The main purpose of regulating exchange trading on commodity exchanges is to create and monitor compliance with the necessary conditions for the effective functioning of all subjects of organized commodity markets. It has been found that the evolution of exchange trading has contributed to the combination of different legal traditions, stages of market infrastructure development and the political situation, which has contributed to the formation of certain models of regulation of organized markets in different geographical parts of the world. An important role is played by the combination of mechanisms of state regulation by one or more regulators, as well as self-regulation by professional participants of organized markets. An analysis and generalization of the existing views of domestic scientists have been carried out and the following models of regulation of organized commodity markets have been presented: American; European; Mixed. Given the growing role of Asian markets, it was proposed to add an Asian regulatory model. Common features of regulatory models have been identified, which allow ensuring transparent and competitive conditions for stock exchange trading, as well as protection of investors' rights, which significantly reduces risks. It has been found that in many countries state regulators are specially created to regulate organized markets and are more independent in their measures to regulate participants in organized markets. The advantages and disadvantages of regulatory models are presented, the foreign experience of which should be taken into account when forming a domestic model of regulation of organized commodity markets.

Keywords: foreign experience, regulation, organized commodity markets, regulatory models, commodity exchanges, exchange trading.

Постановка проблеми. Формування та розвиток організованих товарних ринків в Україні у сучасних умовах розпочалось на початку 90-х років минулого століття. Біржова торгівля на вітчизняних організованих товарних ринках історично розвивалась на основі торгівлі сільськогосподарською продукцією та енергоресурсами. Водночас, за цей період відбулось і реформування системи регулювання організованих товарних ринків та передача повноважень до державного регулятора – НКЦПФР [1–3].

У міжнародній практиці організовані товарні ринки відіграють важливу роль у функціонуванні національних економічних систем. Як показує зарубіжний досвід, ефективне функціонування організованих товарних ринків залежить від наявності чіткої системи регулювання, що викликає актуальність дослідження даної проблематики.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження особливостей регулювання організованих товарних ринків знайшли своє відображення у наукових працях багатьох вітчизняних науковців, які досліджують сферу біржової торгівлі товарними та фінансовими активами, серед яких на особливу увагу заслуговують дослідження: Б. Дмитрука, С. Кваші, Р. Магмедова [7], М. Ільчука [4; 10], І. Охріменка, В. Радька [10], Ю. Рубана [9], М. Солодкого [4], О. Сохацької [8], О. Степаненко [9], В. Яворської [4; 10] та інших.

Метою статті є визначення особливостей удосконалення регулювання вітчизняних організованих товарних ринків із врахуванням зарубіжного досвіду та за умов невизначеностей і ризиків.

Виклад основного матеріалу дослідження. Організовані товарні ринки виступають важливим сегментом глобальної економічної системи завдяки використанню сучасних біржових інструментів – деривативних контрактів на різні види товарних активів. Останні кілька десятиліть обсяги міжнародної торгівлі товарними деривативами на міжнародних біржових майданчиках значно зросли та розширились у спектрі базових активів. Ці зміни викликали необхідність в удосконаленні регулювання і сприяли приділенню більшої уваги регулятивних органів до забезпечення цілісності організованих ринків, посиленню захисту прав інвесторів та мінімізацію системних ризиків.

Від ефективної системи регулювання буде залежати прозорість і конкурентні переваги біржової торгівлі товарними активами, а також розширення доступу ринкових суб'єктів до інноваційних біржових строкових інструментів.

Основною метою регулювання біржової торгівлі на товарних біржах є створення та контроль за дотриманням необхідних умов ефективного функціонування усіх суб'єктів організованих товарних ринків.

Зарубіжний досвід свідчить про те, що еволюція біржової торгівлі сприяла поєднанню різних правових традицій, етапів розвитку ринкової інфраструктури та політичної ситуації та сприяла формування певних моделей регулювання організованих ринків у різних географічних частинах світу. Важливу роль, при цьому, відводиться поєднанню механізмів державного регулювання з боку одного чи кількох регуляторів, а також саморегулювання з боку професійних учасників організованих ринків.

Узагальнюючи існуючі погляди вітчизняних науковців прийнято виділяти наступні класичні моделі регулювання організованої або біржової торгівлі [4, С. 207–208]: американська; європейська; змішана.

Глобалізація фінансових і товарних ринків та активізація процесів інтеграції вітчизняних організованих ринків у світові вимагає особливої уваги до вивчення питань удосконалення регулювання даних сегментів ринкової економіки.

Американська модель регулювання організованих ринків характеризується рівноцінним поєднанням регулювання з боку державних органів та саморегулювних організацій. Досвід США у формуванні біржової торгівлі на товарних та фінансових ринках забезпечив наявність двох окремих державних регуляторів – Комісії з товарної ф'ючерсної торгівлі (CFTC) та Комісії з цінних паперів і бірж (SEC), а також саморегулювального інституту – Національної ф'ючерсної асоціації (NFA).

Комісія з товарної ф'ючерсної торгівлі виступає федеральним наглядовим органом за діяльністю організаторів біржової торгівлі деривативними контрактами на товарні активи, відсоткові ставки, валютні курси та інші індексні біржові активи. Серед основних повноважень даного державного регулятора є [5]:

- реєстрація та нагляд за товарними біржовими майданчиками;
- регулювання клірингових організацій;
- розробка та затвердження стандартів для біржових контрактів, а також біржових посередників;
- розробка і застосування обмежень щодо запобігання маніпуляцій з боку учасників ринків;
- розробка стандартів для звітності та сприяння прозорості організованих товарних ринків.

Комісія з цінних паперів і бірж здійснює традиційне регулювання сегменту цінних паперів і фондових індексів, тоді як Національна ф'ючерсна асоціація сприяє захисту прав професійних учасників і приймає участь у їх сертифікації.

До основних законодавчих актів, які забезпечують регулювання американських організованих товарних ринків відносяться [5]: Закон про товарну біржу та Закон Додда-Френка про

реформу Уолл-стріт і захист прав споживачів. Останній був прийнятий після світової фінансової кризи 2008 року з метою реформування біржової торгівлі деривативними контрактами в США. Основні зміни даного законодавчого акту були спрямовані на підвищення вимог до гарантійного забезпечення через біржову маржу, обов'язковий кліринг для біржових своп-контрактів, підвищення вимог до звітності, тощо.

Європейська модель регулювання організованих ринків, на відміну від американської, є багаторівневою і характеризується значною участю саморегулювальних організацій у забезпеченні регулювання організованої торгівлі деривативними контрактами.

Основним регулятором організованої торгівлі в ЄС являється Європейське управління з цінних паперів та ринків (ESMA), а також 27 державних регулятори національного рівня та саморегулювальні організації [6].

Система регулювання еволюціонувала у відповідності з задоволенням вимог професійних учасників ринку. Регулювання біржової торгівлі деривативами змінювалося починаючи з Директиви про інвестиційні послуги (ISD-1993 р.), Директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID-2004 р.) та пізніше – MiFID II/MiFIR (2018 р.). Останні були спрямовані на гармонізацію регулювання інвестиційних послуг у країнах-членах ЄС. Дані законодавчі акти розповсюджуються на організаторів торгівлі: регульовані ринки (RM), багатосторонні торговельні майданчики (MTF) та організовані торговельні майданчики (OTF) [6].

Серед останніх нововведень необхідно відзначити регулювання обмеження відкритих позицій для товарних деривативів з метою упередження маніпуляцій на ринках, посилення вимог до звітності, захист прав інвесторів. MiFIR доповнює MiFID II, зосереджуючись на посиленні зобов'язань звітності та взаємодії з компаніями третіх країн. Удосконалення регулювання даними законодавчими актами також включило посилення вимог до централізованого клірингу та депозитарної системи, запровадження звітності про торгівлю усіма видами деривативних контрактів, зменшення ризиків через підвищення маржових вимог [6].

Обидві моделі регулювання вимагають центрального клірингу для біржових деривативних контрактів, звітності про організовану торгівлю, застосування лімітів позицій, проте організаційна структура моделей регулювання різна, адже в США наявні два державні регулятори, тоді як в ЄС існує централізований регулятор, а також регулятори національного рівня. При цьому, переважна більшість країн ЄС на національному рівні мають одного регулятора біржової торгівлі товарними та фінансовими активами, також досить часто ці

повноваження покладені на саморегулювальні організації.

Зважаючи на зростаючу роль азійських бірж у формуванні обсягів міжнародної біржової торгівлі, на наш погляд, буде доцільно доповнити існуючі моделі регулювання азійською, яка має певні схожі риси з змішаною моделлю регулювання.

Азійська модель ґрунтується на японській, китайській та сингапурській системах регулювання. У більшості випадків, в азійських країнах присутній державний регулятор для ринку цінних паперів та фінансових деривативів, тоді як організована торгівля на товарних біржах, у тому числі товарними деривативними контрактами, регулюється з боку профільних міністерств чи відомств. У Японії, яка має один з найстаріших у світі організованих товарних ринків, регулювання фінансового сегменту здійснюється з боку Агентства фінансових послуг, а товарного – з боку профільних міністерств [4].

Змішана модель регулювання має певні схожі риси з азійською моделлю, адже не схожа повністю за ознаками з іншими наявними моделями регулювання організованих ринків.

Узагальнюючи можна сказати, що спільними рисами для всіх моделей регулювання є високі вимоги з боку регуляторів до професійних учасників на організованих товарних ринках. Це надає змогу забезпечувати прозорі і конкурентні умови для біржової торгівлі, а також захист прав інвесторів, що значно знижує ризики. Необхідно зазначити, що у багатьох країнах державні регулятори є спеціально створеними органами з метою забезпечення регулювання організованих ринків і є більш незалежними у своїх заходах регулювання діяльності учасників організованих ринків, натомість у інших вони виконують прямі урядові накази, наприклад Китай.

Наявні моделі регулювання мають свої переваги та недоліки. У зв'язку з цим, при формуванні вітчизняної моделі регулювання організованих товарних ринків важлива роль має бути відведена врахуванню наявного зарубіжного досвіду [8–10].

Регулювання організованих товарних ринків в Україні відбувалось тривалий час за змішаною моделлю регулювання, адже відновлення біржової діяльності вкінці минулого століття поставило нашу країну перед вибором стратегії формування даного сегменту ринкової економіки. При цьому, часто мета не співпадала з реальністю через ряд чинників, які стримували розвиток біржової строкової торгівлі, особливо товарними активами.

Невпорядкованість системи регулювання на організованих товарних ринках і відсутність державного регулятора фактично засвідчили, що наша країна обрала змішану модель регулювання. Закон України «Про товарні біржі» містив

Таблиця 1 – Переваги та недоліки моделей регулювання на міжнародних організованих ринках

Моделі	Переваги	Недоліки
Американська	<ul style="list-style-type: none"> – чіткий розподіл повноважень між двома державними регуляторами щодо сфери їх впливу, залежно від видів біржових активів; – високий рівень контролю за професійними учасниками організованих товарних ринків і ринків капіталу; – широкі повноваження державних регуляторів, включаючи боротьбу з шахрайствами та маніпуляціями 	<ul style="list-style-type: none"> – надмірні витрати на утримання штату двох державних регуляторів; – наявність роздільного регулювання викликає прогалини і збіги у регуляторних актах, а також сфері регулювання; – виникнення спорів та дебатів щодо ефективності положень регулятивних актів, які можуть входити до юрисдикції обох регуляторів
Європейська	<ul style="list-style-type: none"> – наявність централізованого регулювання з боку ЄС; – в кожній країні на національному рівні присутній регулятор для упорядкування організованої торгівлі товарними та фінансовими деривативними контрактами; – значна частина повноважень передана саморегулювним інститутам 	<ul style="list-style-type: none"> – потреба у здійсненні постійної уніфікації всіх положень з нормативними вимогами регулятора на рівні ЄС; – багаторівнева система регулювання вимагає додаткових витрат; – надмірна бюрократизація у регулюванні викликає інколи перешкоди для іноземних учасників біржової торгівлі
Азійська	<ul style="list-style-type: none"> – наявність одного державного регулятора на організованому ринку; – уніфікація нормативного регулювання з країнами G20; – гнучкість до змін у регулюванні 	<ul style="list-style-type: none"> – регулювання організованих товарних ринків з боку профільних міністерств; – надмірна бюрократизація у регулюванні викликає інколи перешкоди для іноземних учасників біржової торгівлі
Змішана	<ul style="list-style-type: none"> – гнучкість у розробці вимог до системи регулювання; – наявність відповідної для ринкових умов кількості державних регуляторів 	<ul style="list-style-type: none"> – відсутність чіткої системи регулювання; – постійна зміна у структуризації моделі регулювання викликає хаотичні прийняття законодавчих актів та несистемну роботу регуляторів

Джерело: розроблено автором

недостатню кількість вимог до товарних бірж, що сприяло зростанню їх надмірної кількості на вітчизняних організованих товарних ринках [1].

Після прийняття у 2021 році Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» відбулось реформування регулювання організованих товарних ринків та передача повноважень до НКЦПФР [2–3; 7].

Новий курс на реформування регулювання організованих товарних ринків вказав на те, що дана реформа заклала проєвропейський курс та перехід на європейську модель регулювання. Нині основна увага приділяється уніфікації державного регулювання у відповідності з виконанням зобов'язань за угодою про асоціацію між Україною та ЄС [7].

З липня 2021 року вітчизняне регулювання організованих товарних ринків передбачає перехід торгівлі стандартизованими біржовими контрактами на ліцензовані НКЦПФР біржові майданчики, які мають схожу організаційну структуру з європейськими. Нині вітчизняна біржова торгівля об'єднує багатьох професійних учасників, зокрема: операторів організованих ринків різних форм організації, а саме біржі, електронні торговельні майданчики; брокерські, субброкерські, дилерські компанії; розрахунково-клірингові центри; депозитарні установи; інвестиційні компанії різних видів, тощо.

У відповідності з новим законодавчо-правовим регулюванням діяльності товарних бірж, НКЦПФР запровадила нові нормативні акти щодо порядку видачі та анулювання ліцензії на здійснення професійної діяльності на організованих товарних ринках.

Система регулювання організованих ринків в Україні нині може бути структурована за рівнями регулювання, які включають (рис. 1):

- державне регулювання з боку державного органу (НКЦПФР);
- саморегулювання (асоціації професійних учасників).

Державний регулятор та саморегулювні організації мають своєчасно реагувати на проблеми, які виникають у процесі функціонування суб'єктів організованих ринків, що може забезпечити формування повноцінної системи регулювання та контролю за професійними учасниками і, тим самим, забезпечити прозорі умови для їх функціонування та захист прав інвесторів.

Висновки. Отже, у сучасних умовах організовані товарні ринки забезпечують прозорі та конкурентні умови для всіх учасників ринків, а також захист інтересів біржових учасників, що сприяє підвищенню ліквідності вітчизняної біржової торгівлі. Серед основних принципів на яких ґрунтується удосконалення регулювання організованих товарних ринків в Україні можна навести



Рисунок 1 – Складові регулювання організованих ринків в Україні

Джерело: побудовано автором на основі [3–4; 8–10]

наступні: прозорість та відкритість, залучення до удосконалення системи регулювання значної кількості зацікавлених суб'єктів біржової торгівлі.

Удосконалення регулювання вітчизняних організованих товарних ринків зазнало кардинальних трансформаційних змін з прийняттям Закону

України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», забезпечивши перехід до європейської моделі регулювання та започаткувавши поступову уніфікацію законодавчо-правових вимог щодо функціонування організованих ринків в Україні з нормативами ЄС.

Список використаних джерел:

1. Закон України «Про товарні біржі». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1956-12#Text> (дата звернення: 04.04.2025 р.).
2. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>. (дата звернення: 04.04.2025).
3. Професійна діяльність. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/profesiina-diialnist-na-rynках-kapitalu/#tab-1> (дата звернення: 04.04.2025).
4. Солодкий М.О., Ільчук М.М., Яворська В.О. Біржова торгівля на товарних ринках: навч. посіб. Київ : НУБІП України, 2023. 588 с.
5. CFTC Regulations and Guidance. URL: <https://www.cftc.gov> (дата звернення: 04.04.2025).
6. Markets and Infrastructure. The European Securities and Markets Authority. URL: <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/markets-and-infrastructure> (дата звернення: 04.04.2025).
7. Р. Магмедов. Реформування біржового ринку. Що змінилося? *Економічна правда*. 2024. URL: <https://epravda.com.ua/columns/2024/08/8/717703> (дата звернення: 04.04.2025).
8. Сохацька О.М. Біржова справа: підруч. Тернопіль : ТНЕУ, 2014. 655 с.
9. Рубан Ю.В., Степанченко О.В. Удосконалення управління цінними ризиками на товарних ринках. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2017. Вип. 16 (2). С. 88–91.
10. Ільчук М.М., Яворська В.О., Радько В.І. Організаційні засади здійснення біржових операцій на біржовому ринку. *Інфраструктура ринку*. 2021. № 52. URL: <https://doi.org/10.32843/infrastructure52-4> (дата звернення: 04.04.2025).

References:

1. Zakon Ukrainy “Pro tovarni birzhi” [About Commodity exchanges]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1956-12#Text> (in Ukrainian)
2. Zakon Ukrainy “Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky” [About capital markets and organized commodity markets]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (in Ukrainian)
3. Profesiina diialnist [Professional activities]. Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/profesiina-diiialnist-na-rynkakh-kapitalu/#tab-1> (in Ukrainian)
4. Solodkyi M.O., Ilchuk M.M., Yavorska V.O. (2023) Birzhova torhivlia na tovarnykh rynkakh [Exchange trading in commodity markets]. Kyiv: NULES of Ukraine. (in Ukrainian)
5. CFTC Regulations and Guidance. Available at: <https://www.cftc.gov>
6. Markets and Infrastructure. The European Securities and Markets Authority. Available at: <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/markets-and-infrastructure>
7. Mahmedov R.. (2024) Reformuvannia birzhovoho rynku. Shcho zminylosia? [Stock market reform. What has changed?]. *Ekonomichna pravda*. Available at: <https://epravda.com.ua/columns/2024/08/8/717703> (in Ukrainian)
8. Sokhatska O.M. (2014) Birzhova sprava [Exchange activities]. Ternopil: TNEU. (in Ukrainian)
9. Ruban Yu. V., Stepanchenko O. V. (2017). Udoskonalennia upravlinnia tsinovymy ryzykamy na tovarnykh rynkakh [Improving price risk management in commodity markets]. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho natsionalnoho universytetu*. Vol. 16 (2). pp. 88–91. (in Ukrainian)
10. Ilchuk M. M., Yavorska V. O., Radko V. I. (2021). Orhanizatsiini zasady zdiisnennia birzhovykh operatsii na birzhovomu rynku. [Organizational principles of carrying out stock transactions on the stock market.]. *Infrastruktura rynku*. Vol. 52. DOI: <https://doi.org/10.32843/infrastruct52-4> (in Ukrainian)

Стаття надійшла до редакції 07.04.2025