

УДК 336.76

**Клименко К. В.**

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник відділу міжнародних фінансів та фінансової безпеки НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, klymenko\_kateryna@ukr.net

## НАПРЯМИ РЕФОРМУВАННЯ РИНКУ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

*Всебічно проаналізовано накопичені в процесі реструктуризації вітчизняного ринку капіталу проблеми розвитку та визначено основні шляхи їх подолання на базі Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року та Меморандуму між НКЦПФР і НБУ з питань співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні та наголошено на необхідності прийняття проекту закону про ринки капіталу та регульовані ринки. Застосовано комплексний підхід до вирішення питань функціонування ринків похідних цінних паперів і деривативів, регульованих ринків та розбудови їх інфраструктури, удосконалення порядку емісії цінних паперів та системи розкриття інформації на ринках капіталу відповідно до вимог європейського законодавства, упорядкування діяльності з надання інформаційних послуг згідно з найкращими світовими практиками, забезпечення захисту прав власників облігацій, зокрема шляхом запровадження інституту зборів власників облігацій і колективного представника власників корпоративних облігацій. Для підтримки розвитку ринків капіталу в Україні в довгостроковій перспективі слід передбачити імплементацію відповідних положень законодавства ЄС, зокрема CSDR, MiFID, і міжнародних стандартів, у тому числі принципів IOSCO та практик країн – членів Євросоюзу.*

Ключові слова: ринок капіталу, регульовані ринки, реформування, стратегічний розвиток, регулювання, директиви ЄС.

Літ. 13.

**Kateryna Klymenko**

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, klymenko\_kateryna@ukr.net

## DIRECTIONS OF CAPITAL MARKET REFORM IN UKRAINE

*The article provides a comprehensive analysis of the development problems accumulated during the restructuring of the Ukrainian capital market. The purpose of the article is to determine the ways and develop proposals on the directions of the capital market reform in Ukraine. During the study the following methods have been used: synthesis, observation and comparison, synthesis and analysis, statistical surveys, systematic approach and structural analysis. It is determined that the main ways to overcome these problems would be based on the Comprehensive Program for the Development of the Financial Sector of Ukraine until 2020 and the Memorandum between the NCSSM (The National Commission on Securities and Stock Market) and the NBU on Cooperation in the Development of the Capital Markets Infrastructure in Ukraine. The paper also emphasizes the need for the adoption of the draft Law "On Capital Markets and Regulated Markets". Characteristic features of the study are: using an integrated approach to resolving issues regarding the functioning of derivatives markets; the functioning of regulated markets and the development of their infrastructure; improvement of the order of issue of securities and information disclosure system on the capital markets in accordance with the requirements of European legislation; streamlining information services in the capital markets in accordance with international practices and European legislation; ensuring the protection of the rights of bondholders, in particular by creating a collegiate collection institution of bonds owners and a collective representative of corporate bonds owners in accordance with best*

© Клименко К. В., 2018

*international practices. The article stresses that in Ukraine, in order to support the development and functioning of capital markets in the long-term perspective, the following should be envisaged: the implementation of the relevant provisions of the EU legislation (in particular, CSDR, MiFID) and international standards, in particular the principles of IOSCO on the functioning of the capital markets infrastructure and the relevant practices of the EU Member States.*

**Key words:** capital market, regulated markets, reform, strategic development, regulation, directive.

**JEL classification:** G23, G28.

**Клименко Е. В.**

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник відділу міжнародних фінансів та фінансової безпеки НИФІ ГУНУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна

## НАПРАВЛЕННЯ РЕФОРМУВАННЯ РИНОКУ КАПІТАЛА В УКРАЇНІ

*Весторонне проаналізовані накоплені в процесі реструктуризації вітчизняного ринку капіталу проблеми розвитку та визначені основні шляхи їх подолання на базі Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року та Меморандума між НКЦБФР та НБУ по питаннях співпраці в розвитку інфраструктури ринку капіталу в Україні та відзначено необхідність прийняття проекту закону про ринки капіталу та регульованих ринках. Застосовано комплексний підхід до вирішення питань функціонування ринку похідних цінних паперів та деривативів, регульованих ринку та розвитку їх інфраструктури, вдосконалення порядку емісії цінних паперів та системи розкриття інформації на ринку капіталу відповідно до вимог європейського законодавства, упорядкування діяльності з надання інформаційних послуг згідно з найкращими світовими практиками, захисту прав власників цінних паперів, зокрема шляхом впровадження інституту зборів власників цінних паперів та колективного представника власників корпоративних цінних паперів. Для підтримки розвитку ринку капіталу в Україні в довгостроковій перспективі слід передбачити імплементацію відповідних положень законодавства ЄС, зокрема принципів CSDR, MiFID, та міжнародних стандартів, зокрема принципів IOSCO та практик країн – членів Євросоюзу.*

**Ключевые слова:** рынок капитала, регулируемые рынки, реформирование, стратегическое развитие, регулирование, директивы ЕС.

Розвинутий фінансовий сектор є ключовою умовою для зростання економіки будь-якої країни. Один з основних елементів повноцінного фінансового сектору – розвинутий ринок капіталу. Широкий вибір фінансових інструментів на ринку капіталу, умов їх емісії (надання), погашення та виплати доходу, різні схеми торгівлі та взаємозв'язків між суб'єктами ринку капіталу повинні забезпечувати максимальну мобілізацію фінансових ресурсів, їх раціональний розподіл і перерозподіл та ефективне використання. Це визначає істотну роль ринку капіталу та важливість його впливу на економічний розвиток кожної країни. Розбудова ринку капіталу, що повноцінно функціонує, є вкрай важливим та відповідальним завданням на сучасному етапі розвитку української економіки з огляду на важливість її інтегрування в європейську та світову економічну спільноту.

Тому визначення напрямів стабілізації й оздоровлення вітчизняного ринку капіталу в контексті реформування економіки належить до першо-

чергових загальнодержавних завдань. При цьому варто наголосити на створенні реальних стартових передумов структурної перебудови національної економіки, відновленні інвестиційного процесу, мобілізації через становлення фінансових інституцій. Адже комплексність змін ринку капіталу нашої країни зумовлює потребу в розробленні науково-методичних підходів до розв'язання проблем його реформування.

Мета статті полягає у визначенні шляхів і пропозицій щодо напрямів реформування ринку капіталу в Україні.

Вагомий внесок у дослідження проблем ринку капіталу зробили такі українські вчені, як Л. М. Акімова, Т. І. Батракова, Я. В. Белінська, Т. І. Єфименко, О. М. Іваницька, С. В. Ляшенко, А. В. Непран, Г. М. Терещенко та ін. [1–8].

Високо оцінюючи наукові здобутки з окресленої тематики, треба зауважити, що окремі диспропорції розвитку ринку капіталу залишилися поза увагою вітчизняних науковців, тому питання системної трансформації ринку капіталу України та напрямів його реформування в сучасних реаліях залишається актуальним.

Зазначене зумовило потребу в узагальненні проблем розвитку національного ринку капіталу саме в цьому контексті, а також у розробленні практичних рекомендацій щодо проведення глибоких і комплексних реформ.

Розвиток потужних ринків капіталу має вирішальне значення для довгострокової фінансової стабільності, оскільки сприяє залученню капіталу та забезпеченню високого рівня ліквідності в національній валюті та без створення зайвого навантаження на часто обмежені можливості фінансового сектору.

Проте в Україні нині повноцінному функціонуванню та подальшому розвитку ринків капіталу перешкоджає наявність низки невирішених проблем:

- відсутність комплексного регулювання відносин, які виникають на ринках похідних цінних паперів та деривативів;
- неузгодженість та брак єдиних підходів щодо регулювання діяльності організаторів торгівлі;
- відсутність гарантій виконання деривативів, у тому числі загальноприйнятих у розвинутих економіках концепцій остаточності розрахунків та ліквідаційного неттингу;
- невирішені питання, пов'язані із захистом прав власників облігацій, зокрема відсутність передбачення на законодавчому рівні інституту зборів власників облігацій та колективного представника власників корпоративних облігацій, і визначення обставин, настання яких визнається дефолтом;
- невідповідність вітчизняного законодавства законодавству Європейського Союзу в частині регулювання професійної діяльності на ринках капіталу, а також емісії цінних паперів та розкриття інформації на зазначених ринках тощо.

Варто зауважити, що Угодою про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони (далі – Угода про асоціацію) передбачено необхідність приведення чинного законодавства України

у відповідність із законодавством ЄС у сфері фінансових послуг, корпоративного управління та діяльності компаній.

Відповідно до зобов'язань, передбачених Угодою про асоціацію, до національного законодавства України мають бути імплементовані, зокрема, такі акти Євросоюзу в названих сферах:

- Директива ЄС 2003/71/ЄС від 04.11.2003 стосовно публікації проспектів під час пропонування цінних паперів на продаж або прийняття для здійснення торгівлі;
- Регламент Комісії ЄС № 809/2004 від 29.04.2004 про запровадження Директиви Європейського парламенту та Ради 2003/71/ЄС стосовно інформації, яка міститься в проспектах, включення інформації з використанням посилань, публікація проспектів та розповсюдження повідомлень рекламного характеру;
- Директива ЄС 2004/109/ЄС від 15.12.2004 щодо гармонізації вимог до прозорості інформації про емітентів, чий цінні папери прийнято для здійснення торгівлі на регульованому ринку;
- Директива ЄС 2007/14/ЄС від 08.03.2007, якою встановлюються детальні правила для імплементції окремих положень Директиви 2004/109/ЄС щодо гармонізації вимог до прозорості стосовно інформації про емітентів, чий цінні папери прийнято для здійснення торгівлі на регульованому ринку;
- Директива ЄС 2014/65/ЄС від 15.05.2014 про ринки фінансових інструментів (MiFID II);
- Регламент Європейського парламенту та Ради № 600/2014 від 15.05.2014 про ринки фінансових інструментів (MiFIR);
- Регламент Європейського парламенту та Ради № 648/2012 від 04.07.2014 про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгові репозитарії (EMIR).

Способами розв'язання проблем ринків капіталу України є:

- консолідація біржової системи на принципах регульованих ринків, передбачених директивами ЄС;
  - ефективна розбудова Національної депозитарної системи з урахуванням світового досвіду інтеграції обліково-розрахункової інфраструктури як умови забезпечення надійного обліку прав власності на цінні папери та базові активи деривативів (похідних фінансових інструментів);
  - удосконалення системи захисту прав інвесторів на засадах запровадження міжнародних принципів корпоративного управління та системи розкриття інформації;
  - запровадження інноваційних технологій та новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу;
  - реформування системи державного регулювання ринків капіталу тощо.
- Запорукою успішності державних заходів є дотримання принципів:
- передбачуваності на основі використання міжнародних стандартів за визнання можливості відхилення від них відповідно до національних особливостей;

- узгодженості між стратегією і практикою регулювання, тобто державні заходи мають вживатися в руслі загальної стратегії, але адекватно поточній ситуації; інформаційної відкритості та публічної зрозумілості, що базуються на регулярному оприлюдненні інформації;
- координування дій усіх органів державного управління і законодавчої влади, що мають повноваження у сфері регулювання ринку капіталу. Це допоможе вдосконалити законодавчу базу в напрямі створення кращих умов для ведення інвестиційного бізнесу;
- постійного вдосконалення системи ризик-менеджменту;
- тісного співробітництва з іншими державами, що дасть змогу підтримати баланс між внутрішнім і зовнішнім наглядом за функціонуванням ринку капіталу [2].

Питання трансформації інфраструктури ринків капіталу є одним із ключових пунктів Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року (компонент В “Розбудова інституційної спроможності регуляторів фінансового сектору”) [9]. На сьогодні створено робочу групу за участю представників Національного банку України (НБУ), Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), Національного депозитарію України (НДУ) з учасниками ринку капіталів з метою підготовки Концепції розвитку депозитарної та розрахунково-клірингової інфраструктури фінансового сектору, головна увага якої зосереджена на питаннях концепції створення ефективної інфраструктури клірингу та розрахунків за угодами з цінними паперами, укладеними на біржовому та позабіржовому ринках, послідовності проведення змін в інфраструктурі. Кінцевим строком роботи над проектом визначено 2019 р. [10].

Також відповідно до поставлених вище проблемних питань та описаних способів і принципів їх вирішення 27 червня 2017 р. підписано Меморандум про взаєморозуміння стосовно співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні [11].

Документ закріпив цілі стратегії реформи фінансового сектору в частині трансформації інфраструктури ринків капіталу, принципи функціонування цієї інфраструктури та її окремих елементів, а також окреслив кроки, необхідні для її реформування.

Зафіксовані в Меморандумі положення сформульовані, зокрема, на підставі звіту консалтингової компанії Oliver Wyman (звіт підготовлено в рамках проекту з модернізації та консолідації пост-трейдингової інфраструктури в Україні за підтримки Європейського банку реконструкції та розвитку), в якому вивчаються найкращі практики побудови інфраструктури ринків капіталу з метою пошуку оптимальної моделі, яка забезпечила би поточні потреби та можливості для розвитку фондового ринку України.

Окрім інфраструктурних питань, у рамках Меморандуму погоджено вирішення корпоративного питання, а саме розмежування функцій регулювання операцій у межах інфраструктури та управління корпоративними правами центральних елементів інфраструктури.

Меморандум висвітлює узгоджену регуляторами візію, на якій базуватиметься реформа депозитарно-розрахункової і клірингової інфраструктури.

Відповідно до Меморандуму, з метою трансформації інфраструктури ринків капіталу передбачаються такі основні дії:

- поетапне впровадження оновленої сучасної клірингової моделі, що буде імплементовано в Україні з урахуванням поточного стану ринків капіталу, проблем, ризиків, потреб ринку та його учасників, їхніх вимог та можливостей [11];
- скасування на законодавчому рівні монополії Розрахункового центру на забезпечення здійснення грошових розрахунків за операціями з цінними паперами та оновлення вимог до ведення клірингової діяльності;
- трансформацію Розрахункового центру з банківської установи в спеціалізовану фінансову установу. Замість проведення банківських розрахунків учасників операцій із цінними паперами Розрахунковий центр відіграватиме роль “полегшеного центрального контрагента” (англ. light CCP). Він буде центральним контрагентом, який забезпечуватиме здійснення клірингу та розрахунків із використанням попереднього депонування активів та з поступовим запровадженням часткового покриття й розрахунків на умовах T + N;
- запровадження в НДУ та Розрахунковому центрі найкращих стандартів і практик корпоративного управління, зокрема з метою підвищення ефективності ведення ними бізнесу, забезпечення їхньої операційної беззбитковості та залучення стратегічного інвестора до складу їхніх акціонерів;
- реалізація основних функціональних, технологічних та регуляторних передумов для консолідації наявних депозитаріїв (НБУ та НДУ). Зокрема, йдеться про забезпечення безперешкодного здійснення монетарних операцій НБУ, а також надійності зберігання та проведення розрахунків за угодами з державними цінними паперами [11].

На погляд нормотворців, Меморандум має стати концептуальною основою для нового закону про депозитарну систему України.

Крім того, в українське правове поле слід імплементувати вимоги європейського Регламенту EMIR та визнані у світі Принципи побудови інфраструктури фінансового ринку PFMI IOSCO.

Таким чином, оновлена, прозора, сучасна інфраструктура стане зручною для внутрішніх та зовнішніх інвесторів і підвищить інвестиційну привабливість України.

Відповідно, стратегія підтримки розвитку та функціонування ринків капіталу в Україні в довгостроковій перспективі має передбачати:

- імплементацию відповідних положень законодавства Європейського Союзу (зокрема CSDR, MiFID) і міжнародних стандартів, зокрема принципів Міжнародної організації комісій із цінних паперів (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу, та практик країн – членів ЄС [12];
- підтримку трансформації і консолідації інфраструктури ринків капіталу на засадах принципів “розумності витрат” і “розумності строку” реалізації;

- збереження можливості оновленої інфраструктури ринків капіталу виконувати наявні функції й обслуговування клієнтів із паралельним наданням можливості запровадження нових послуг та залучення нових клієнтів на всіх типах регульованих ринків та за всіма видами фінансових інструментів і товарів (зокрема встановлення повнофункціональних кореспондентських відносин із центральними депозитаріями та центральними контрагентами країн ЄС) [12];
- забезпечення відповідності оновлених інформаційних технологій міжнародним стандартам (щодо функціональності та захищеності), які забезпечуватимуть безперервне функціонування інфраструктури ринків капіталу за умови зростання обсягів операцій;
- розбудову оновленої інфраструктури ринків капіталу, здатної функціонувати на принципах операційної безбитковості тощо.

Задля вирішення зазначених проблем та імплементації до національного законодавства України положень наведених актів ЄС, з урахуванням результатів технічної місії Міжнародного валютного фонду щодо аналізу вітчизняного законодавства, яке регулює питання, пов'язані з емісією цінних паперів та розкриттям інформації на фондовому ринку, нормотворцями розроблено комплексний базовий законодавчий акт – проект Закону України “Про ринки капіталу та регульовані ринки” (далі – Законопроект) № 7055 від 01.09.2017 [13]. Ним передбачено врегулювання відносин, що виникають під час розміщення та обігу цінних паперів, укладання й виконання деривативів та правочинів з ними, а також із метою комплексного законодавчого унормування принципів функціонування регульованих ринків, зокрема забезпечення їх відкритості та ефективності, врегулювання правових відносин між їх учасниками та розбудови інфраструктури цих ринків.

Основною метою розроблення Законопроекту стало комплексне вирішення питань щодо:

- функціонування ринків похідних цінних паперів та деривативів;
- діяльності регульованих ринків та розбудови їхньої інфраструктури;
- удосконалення порядку емісії цінних паперів та системи розкриття інформації на ринках капіталу відповідно до вимог європейського законодавства;
- упорядкування діяльності з надання інформаційних послуг на ринках капіталу згідно зі світовими практиками та європейським законодавством;
- забезпечення захисту прав власників облігацій, зокрема шляхом передбачення інституту зборів власників облігацій та колективного представника власників корпоративних облігацій, відповідно до найкращих світових практик.

Варто зауважити, що Законопроект спрямований на впровадження на ринках капіталу України передової міжнародної практики, у тому числі останніх законодавчих змін в Європейському Союзі, а саме рекомендацій Міжнародної асоціації свопів та деривативів (ISDA), Директиви Європейського парламенту та Ради 2014/65/ЄС від 15.05.2014 про ринки фінансових інструментів (MiFID II) та Регламенту Європейського парламенту та Ради № 600/2014 від 15.05.2014 про ринки фінансових інструментів (MiFIR), а також Регламенту

Європейського парламенту і Ради № 648/2012 від 04.07.2014 про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгіві репозитарії (EMIR).

Зокрема, названим Законопроектом також [13]:

- передбачається створення правового поля й урегулювання відносин, пов'язаних як із біржовими, так і з позабіржовими деривативами;
- врегульовуються питання розбудови інфраструктури, необхідної для повноцінного функціонування ринку деривативів, зокрема шляхом імплементації положень регламенту EMIR у частині створення торгового репозитарію та центрального контрагента, котрі мають функціонувати відповідно до європейських стандартів;
- згідно з директивами MiFID I/II, передбачаються запровадження інституту кваліфікованих інвесторів, створення альтернативного фондового торговельного майданчика та регулювання діяльності з надання інформаційних послуг на фондовому ринку, а також адаптація норм, які регулюють професійну діяльність торговця цінними паперами відповідно до зазначеного акта ЄС, трансформуючи їх у повноцінні інвестиційні фірми й розширюючи перелік ліцензійних видів діяльності, котрі ними можуть здійснюватися;
- уніфікуються підходи до регулювання діяльності бірж, які здійснюють торгівлю цінними паперами, деривативами, валютними цінностями, товарами та іншими активами, шляхом введення інституту оператора ринку – особи, що отримує ліцензію на організацію торгівлі такими активами на відповідному ринку.

Законопроектом передбачається впровадження положень щодо остаточності розрахунків, які базуються на Директиві Європейського Союзу про остаточність розрахунків у платіжних системах та депозитарних системах цінних паперів (98/26/ЄС) і стосовно ліквідаційного неттингу, що ґрунтуються на Модельному законі про неттинг 2006 р., розробленому Міжнародною асоціацією свопів і деривативів (International Swaps and Derivatives Association, ISDA), а саме:

- згідно з нормами щодо остаточності розрахунків, розпорядження про переказ коштів і цінних паперів є безвідкличними після певного моменту, визначеного українським законодавством, і законодавство стосовно неплатоспроможності не повинне мати зворотної дії на права та обов'язки сторін правочинів щодо деривативів, якщо відповідні розпорядження були надані до або в дату, коли порушується справа про неплатоспроможність відповідної сторони;
- ліквідаційний неттинг дає змогу зменшити розмір взаємних зобов'язань сторін правочинів щодо деривативів (за неплатоспроможності однієї зі сторін) до єдиного підсумкового зобов'язання (різниці між обсягами зобов'язань кожної сторони).

Отже, вважаємо, що прийняття проекту Закону України “Про ринки капіталу та регульовані ринки” дасть змогу:

- сприяти ефективному розвитку ринків похідних цінних паперів та деривативів;



- розбудувати біржову інфраструктуру на підставі уніфікованих підходів, що, у свою чергу, допоможе в майбутньому знизити ризики невиконання угод, отримати прозорі ціни на активи, які будуть допущені до торгів на організованих ринках, та репрезентативні біржові цінові індикатори, а отже, сприятиме покращанню управління ціновими ризиками;
- забезпечити можливість надання учасниками ринків капіталу ширшого спектра фінансових послуг;
- підвищити ефективність та надійність функціонування ринків капіталу, розвивати ринок корпоративних облігацій та створити умови для забезпечення ефективного захисту прав власників корпоративних облігацій, облігацій внутрішніх місцевих позик, облігацій міжнародних фінансових організацій та іпотечних облігацій;
- удосконалити процес емісії цінних паперів і системи розкриття інформації на ринках капіталу з урахуванням вимог норм законодавства ЄС із метою підвищення захисту прав інвесторів та інших учасників ринків капіталу;
- збільшити інвестиції в економіку України, зокрема через підвищення довіри внутрішніх та іноземних інвесторів до вітчизняних емітентів унаслідок запровадження європейських правил емісії цінних паперів і розкриття інформації про емітентів;
- спростити процедуру приватного розміщення цінних паперів;
- забезпечити виконання вимог Угоди про асоціацію в частині імплементації Директив 98/26/ЄС, 2003/71/ЄС, 2004/109/ЄС, 2007/14/ЄС, 2001/34/ЄС, 2007/36/ЄС, 2014/65/ЄС, Регламентів ЄС № 809/2004, № 648/2012 та № 600/2014 тощо.

Підсумовуючи викладене, варто зауважити, що стратегічний розвиток ринку капіталу в Україні повинен сформувати фундамент для забезпечення розбудови в Україні стійкої та прозорої фінансової системи в цілому, котра сприятиме подоланню викликів і загроз, які постали перед нашою країною, її довгостроковому економічному зростанню, економічній безпеці, а також уможливить її інтеграцію у світовий простір.

Саме такий цілеспрямований і комплексний підхід до реформування ринку капіталу дасть Україні потужний імпульс для досягнення високого рівня розвитку економіки.

### Список використаних джерел

1. Акімова Л. М. Сучасний стан розвитку ринку капіталу в Україні. *Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: фінансова політика та інвестиції: зб. наук. пр.* Київ : СЕУ; Рівне : НУВГП, 2014. Вип. XX, № 2 (Ювілейний). С. 6–15.
2. Батракова Т. І., Пікалова А. М. Інтеграція України у світовий ринок капіталу: проблеми та перспективи. *Економіка і суспільство*. 2016. № 7. 707–710.
3. Белінська Я. В., Дудар О. І. Український ринок капіталу: стан, проблеми, шляхи розвитку. *Стратегічні пріоритети*. 2009. № 4. С. 113–122.

4. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції : у 2 т. / Т. І. Єфименко, С. С. Гасанов, П. М. Леоненко та ін. ; за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко ; ДННУ “Акад. фін. управління”. Київ, 2014. Т. 2. 784 с.
5. Іваницька О. М. Інтеграція України в глобалізоване фінансове середовище. *Філософія інтеграції : монографія / за заг. ред. В. Д. Бондаренка, Ф. Г. Ващука*. Ужгород: Закарпатський державний університет, 2011. 544 с. С. 405–460.
6. Ляшенко С. В. Формування ринку капіталів України та шляхи його взаємодії з країнами Співдружності незалежних держав (СНД). *Економічний вісник Донбасу*. 2014. № 2. С. 105–119.
7. Непран А. В. Ресурси ринку капіталу в системі інвестиційного фінансування реального сектору економіки України. *Фінанси України*. 2012. № 5. С. 99–109.
8. Терещенко Г. М., Клименко К. В. Зарубіжний досвід стимулювання розробки та застосування інновацій через фінансові інструменти. *Фінансове забезпечення інноваційних проектів малого та середнього бізнесу: глобальні виклики та українські реалії : тези І Міжнар. наук.-практ. інтернет-конференції, м. Київ, 7 грудня 2016 р.* Київ : ДВНЗ “Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана”, 2016. С. 211–214.
9. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року / Національна рада реформ. URL: <http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Complex%20program%20finance%20v4.pdf>.
10. Меморандум між НКЦПФР та НБУ з питань співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50985379>.
11. НБУ та НКЦПФР підписали Меморандум про взаєморозуміння стосовно співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні / НБУ. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=50985365](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=50985365)
12. Регулятори обговорили шляхи трансформації інфраструктури ринку капіталів з її учасниками / НБУ. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=36017425](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36017425).
13. Про ринки капіталу та регульовані ринки : проект Закону № 7055 від 01.09.2017. URL: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=62443](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62443).

### References

1. Akimova, L. M. (2014). Suchasny`j stan rozvy`tku ry`nku kapitalu v Ukrayini [The current state of capital market development in Ukraine]. *Problemy` racional`noho vy`kory`stannya social`no-ekonomichnoho ta pry`rodno-resurnoho potencialu rehionu: finansova polity`ka ta investy`ciyi* [Problems of rational use of socio-economic and natural-resource potential of the region: financial policy and investments], Iss. XX, No. 2, 6–15 [in Ukrainian].
2. Batrakova, T. I., Pikalova, A. M. (2016). Intehraciya Ukrayiny` u svitovy`j ry`nok kapitalu: problemy` ta perspekty`vy` [Integration of Ukraine in world capital market: problems and prospects]. *Ekonomika i suspil`stvo* [Economy and society], 7, 707–710 [in Ukrainian].
3. Belins`ka, Ya. V., Dudar, O. I. (2009). Ukrayins`ky`j ry`nok kapitalu: stan, problemy`, shlyakhy` rozvy`tku [Ukrainian capital market: state, problems, development paths]. *Stratehichni priory`tety`* [Strategic priorities], 4, 113–122 [in Ukrainian].
4. Shlapak, O. V., Yefy`menko, T. I. (Eds.). (2014). *Modernizaciya finansovoyi sy`stemy` Ukrayiny` v procesi yevrointehraciyi* [Modernization of the financial system of Ukraine in the process of European integration]. (Vol. 2). Ky`yiv: DNNU “Akademiya finansovoho upravlinnya” [in Ukrainian].

5. Ivany`c`ka, O. M. (2011). Intehraciya Ukrayiny` v hlobalizovane finansove seredovy` shhe [Integration of Ukraine into a globalized financial environment]. In V. D. Bondarenko, F. H. Vashhuk (Eds.). *Filosofiya intehracyi* [The philosophy of integration]. (pp. 405–460). Uzhhorod: ZakDU [in Ukrainian].
6. Lyashenko, S. V. (2014). Formuvannya ry`nku kapitaliv Ukrayiny` ta shlyakhy` joho vzayemodiyi z krayinamy` Spivdruzhnosti nezalezhny`kh derzhav (SND) [The formation of the Ukrainian capital market and ways of cooperation with the countries of the Commonwealth of Independent States (CIS)]. *Ekonomichny`j visny`k Donbasu* [Donbass Economic Bulletin], 2, 105–119 [in Ukrainian].
7. Nepran, A. V. (2012). Resursy` ry`nku kapitalu v sy`stemi investy`cijnoho finansuvannya real`noho sektoru ekonomiky` Ukrayiny` [Capital market resources in the investment financing system of real economy of Ukraine]. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 5, 99–109 [in Ukrainian].
8. Tereshhenko, H. M., Kly`menko, K. V. (2016). Zarubizhny`j dosvid sty`mulyuvannya rozrobky` ta zastosuvannya innovacij cherez finansovi instrumenty` [Foreign experience in stimulating the development and application of innovations through financial instruments]. In *Finansove zabezpechennya innovacijny`kh proektiv maloho ta seredn`oho biznesu: hlobal`ni vy`kly`ky` ta ukrayins`ki realiyi* [Financial support for innovative small and medium business projects: global challenges and Ukrainian realities]. (pp. 211–214). Ky`yiv: DVNZ “Ky`yivs`ky`j nacional`ny`j ekonomichny`j universy`tet imeni Vady`ma Het`mana” [in Ukrainian].
9. National Council for Reforms. (n. d.). *Kompleksna prohrama rozvy`tku finansovoho sektoru Ukrayiny` do 2020 roku* [Comprehensive program of development of the financial sector of Ukraine till 2020]. Retrieved from <http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Complex%20program%20finance%20v4.pdf> [in Ukrainian].
10. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Memorandum mizh NKCPFR ta NBU z py`tan`spivrobitny`ctva u rozvy`tku infrastruktury` ry`nkiv kapitalu v Ukrayini* [Memorandum between National Securities and Stock Market Commission and National Bank of Ukraine on cooperation in development of capital market infrastructure in Ukraine]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50985379> [in Ukrainian].
11. National Bank of Ukraine. (n. d.). *NBU ta NKCPFR pidpy`saly` Memorandum pro vzayemorozuminnya stosovno spivrobitny`ctva u rozvy`tku infrastruktury` ry`nkiv kapitalu v Ukrayini* [National Bank of Ukraine and National Securities and Stock Market Commission sign Memorandum of understanding on cooperation in the development of capital markets infrastructure in Ukraine]. Retrieved from [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=50985365](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=50985365) [in Ukrainian].
12. National Bank of Ukraine. (2016, September 1). *Rehulyatory` obhovory`ly` shlyakhy` transformaciyi infrastruktury` ry`nku kapitaliv z yiyi uchasny`kamy`* [The regulators discussed ways of transforming capital market infrastructure with its participants]. Retrieved from [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=36017425](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36017425) [in Ukrainian].
13. Verkhovna Rada of Ukraine. (2017). *Pro ry`nky` kapitalu ta rehul`ovani ry`nky`* [About capital markets and regulated markets] (*Draft Law No. 7055, September 1*). Retrieved from [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=62443](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62443) [in Ukrainian].