

8. Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць [Текст]: Закон України від 06.09.2012 № 5205-VI // Відомості Верховної Ради України. 2013. № 32. С. 410.

9. Москаленко О. М. Випереджальний економічний розвиток: теоретико-інституціональні засади і проблеми реалізації в Україні / О. М. Москаленко // Економіка України. 2014. № 8. С. 4-19.

10. Федорова Ю.В. Перспективи інноваційного розвитку України: технологічні уклади / Ю.В. Федорова // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2016. № 1. С. 123-126.

11. The 2017 Global Innovation 1000 study Investigating trends at the world's 1000 largest corporate R&D spenders. URL: <https://www.strategyand.pwc.com/innovation1000#GlobalKeyFindingsTabs4|VisualTabs3>

12. Прес-реліз Світового банку від 10 квітня 2018р. «Перспективи економічного зростання залежать від

термінового впровадження реформ»/ URL: <http://www.worldbank.org/uk/news/press-release/2018/04/10/ukraine-economic-update-spring-2018>.

13. Москаленко О.М. Сучасна парадигма ролі держави у формуванні принципів і засад випереджаючого економічного розвитку / О.М. Москаленко // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності: Збірник наукових праць. Маріуполь: ДВНЗ «ПДТУ», 2012. Вип. 1, Т. 3. С. 231-237.

14. Офіс великих платників податків Державної фіскальної служби. URL: <http://officevp.sfs.gov.ua/mediaark/news-ark/324207.html>

15. Study of Taxes levied on Tourism Sector Vis a Vis Export Sector. Submitted by Business & Industrial Research Division IMRB International. 128 p.

16. Garsous, Grégoire. Tax Incentives and Job Creation in the Tourism Industry of Brazil / Grégoire Garsous, David Corderi, Mercedes Velasco // IDB Working Paper Series N° IDB-WP-644. November, 2015. 27 p.

## ГАРМОНІЗАЦІЯ МОДЕЛІ ФУНКЦІОНУВАННЯ БІРЖОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

### HARMONIZATION OF THE MODEL OF THE EXCHANGE MARKET OPERATION OF VALUES OF UKRAINE IN THE CONDITIONS OF EURO INTEGRATION

*У статті розглянуто передумови становлення та розвитку українського біржового ринку цінних паперів у контексті євроінтеграційних процесів. Зокрема, вивчено стан адаптації українського законодавства до європейських стандартів з метою формування моделі біржового ринку цінних паперів, яка є важливою умовою для успішного розвитку економіки України. Розглянуто основні нормативні акти у сфері правового регулювання біржового ринку цінних паперів України до положень ЄС. Запропонована власна модель біржового ринку цінних паперів в Україні.*

**Ключові слова:** біржовий ринок цінних паперів, фондова біржа, регульований (організаційно оформлений) ринок, оператор регульованого ринку, модель.

*В статье рассмотрены предпосылки становления и развития украинского биржевого рынка ценных бумаг в контексте евроинтеграционных процессов. В частности, изучено состояние адаптации украинского законодательства к европейским стандартам с целью формирования модели биржевого рынка ценных бумаг, которая является важным условием для успешного развития*

*экономики Украины. Рассмотрены основные нормативные акты в сфере правового регулирования биржевого рынка ценных бумаг Украины с положениями ЕС. Предложена собственная модель биржевого рынка ценных бумаг в Украине.*

**Ключевые слова:** биржевой рынок ценных бумаг, фондовая биржа, регулируемый (организационно оформленный) рынок, оператор регулируемого рынка, модель.

*The article considers the preconditions for the formation and development of the Ukrainian stock market of securities in the context of European integration processes. In particular, the state of adaptation of Ukrainian legislation to European standards has been studied, with the aim of forming a model of the stock market of securities, which is an important condition for successful development of the Ukrainian economy. The main regulatory acts in the field of legal regulation of the stock market of Ukraine are considered in the provisions of the EU. Proposed own model of the stock market of securities in Ukraine.*

**Key words:** exchange market of securities, stock exchange, regulated (organizationally executed) market, operator of regulated market, model.

УДК 336.76

**Пехота А.В.**

аспірант кафедри фінансів  
Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана

**Постановка проблеми.** За 26 років розвитку біржового ринку цінних паперів в Україні модель біржового ринку цінних паперів все ще знаходиться в стані формування і розвитку, а також його державного регулювання в контексті процесів європейської інтеграції. Проте біржовий ринок

цінних паперів не повністю відповідає сучасним тенденціям європейської моделі розвитку. Важливим чинником для успішного функціонування біржового ринку цінних паперів є його належне державне регулювання. Тому найбільш актуальним є посилення нормативної бази регулювання

біржового ринку цінних паперів, зокрема правове забезпечення його функціонування. Вітчизняним регуляторам і учасниками біржових відносин також слід враховувати процеси глобалізації світового ринку, інакше витримати світову конкуренцію вітчизняним інвесторам не вдасться. Для цього слід ліквідувати відставання від провідних фінансових центрів у сфері регулювання, інфраструктури та інструментарію. Невирішення цих проблем призведе до зникнення ознак національного біржового ринку цінних паперів. Ключову роль у цьому має відіграти держава як захисник національних інтересів шляхом створення ефективної системи державного регулювання та контролю за біржовою діяльністю.

#### **Аналіз останніх досліджень і публікацій.**

Окремі теоретичні питання розвитку біржового ринку цінних паперів висвітлено в наукових працях вітчизняних і зарубіжних учених, фахівців ринку, серед яких можна виділити В. Базилевича, О. Барановського, О. Василика, Т. Гужву, В. Загорського, О. Іваницька, М. Солодкого, С. Еша, В. Шелудько, Г. Карпенка, В. Колесника, Ю. Лисенкова, В. Ляценка, О. Мендрула, Я. Міркіна, О. Мозгового, В. Оскольського, О. Поважного, І. Школьника, І. Ройко та інших.

**Постановка завдання.** Метою статті є аналіз особливостей розвитку українського біржового ринку цінних паперів в контексті євроінтеграційних процесів держави з метою формування моделі біржового ринку цінних паперів.

#### **Виклад основного матеріалу дослідження.**

Для українського біржового ринку цінних паперів проблеми інтегрування у світовий фінансовий простір є одними з найбільш як актуальних, так і складних.

Інтеграційні тенденції набирають у світі все більшої сили, поширюючись не лише на економічне життя, а й на політичну, соціальну та духовну сфери. Та особливої ваги вони набирають в економіці. Замкнута в собі економіка, що не виходить на світові ринки або виходить на них лише сировинною товарною масою, означає економічну відсталість країни і, як наслідок, її економічну і політичну залежність від інших країн чи міжнародних організацій. Тобто те, що ми маємо сьогодні в Україні.

Особливе місце в економічній інтеграції займає інтернаціоналізація капіталу. Відомо, що сама по собі природа капіталу має інтернаціональний характер. Він не знає кордонів і переміщується у ті частини світу чи країни, де його обіг дає найбільший приріст. Найяскравіші приклади – повоєнні Німеччина та Японія, сучасні Сінгапур, Аргентина, Південна Корея, Чилі.

Зараз є проект Концепції доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні, яка затверджена рішенням Національної комісії з цін-

них паперів та фондового ринку 10.04.2012 № 526. Ця Концепція охоплює питання, пов'язані із доступом на український фондовий ринок фінансових інструментів таких іноземних емітентів, переважаюча частина активів яких знаходиться в Україні, причому наша держава є основною країною, де такі компанії ведуть свій бізнес [11].

Однак досі жодного іноземного цінного паперу в обігу на території України не було.

Що ж стосується виходу українського капіталу у вигляді цінних паперів на світові ринки, то такі цінні папери мають бути на цих ринках конкурентноспроможними, а їх емітенти мають задовольняти умови лістингу зарубіжних фондових бірж. Першими з цінних паперів українських емітентів, які вийшли на зарубіжні ринки, стали акції АСК «Укррічфлот» у серпні 1998 року, що знаходились у лістингу Віденської фондової біржі. Однією з головних умов виходу було котирування акцій АСК «Укррічфлот» у відділенні офіційного котирування К-1 Української фондової біржі.

Та головна проблема інтернаціоналізації національного біржового фондового ринку полягає у приведенні його у відповідність до міжнародних стандартів.

Українська фондова біржа, яка є першою фондовою біржею з часів незалежності України, з самого початку своєї практичної діяльності теоретично, методологічно й на практиці виступала за формування в Україні централізованого ринку цінних паперів.

Розроблена Українською фондовою біржею Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні, яка була схвалена постановою Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 року № 277, передбачала функціонування в країні єдиних фондової біржі, Центрального депозитарію цінних паперів та розрахункового центру. 25 травня 1994 року був виданий Указ Президента України № 247/94 «Про електронний обіг цінних паперів і Національний депозитарій», яким передбачалося створення Національного депозитарію на базі Української фондової біржі [5].

Усі підстави для реалізації Концепції та Указу були. На виконання міжурядового Протоколу між урядами Французької Республіки й України, підписаного у 1992 році, на УФБ у 1993 році була введена в дію система електронного обігу цінних паперів та створений Центральний депозитарій цінних паперів на базі відповідного програмного продукту, поставленого SBF/SICOVAM, та власної електронно-обчислювальної системи AS-400. Тобто була створена централізована біржова система (модель біржового ринку цінних паперів): Українська фондова біржа – Центральний депозитарій цінних паперів УФБ – кліринговий банк, функції якого виконував один із комерційних банків Києва.

Та водночас Україні зовні нав'язувалися зовсім інші моделі формування національного біржового ринку цінних паперів. Так з'явилися мережа центрів сертифікатних аукціонів, система незалежних реєстраторів з ведення реєстрів іменних цінних паперів (тоді як на розвинутих ринках все більшого розповсюдження набувають папери пред'явника), Позабіржова фондова торговельна система. Почали створюватися нові фондові біржі – Київська міжнародна, Донецька, Придніпровська, всупереч законодавству статус фондової біржі одержала Українська міжбанківська валютна біржа.

Тобто йде не централізація ринку, яка є запорукою його цілісності, прозорості та ліквідності, не розбудова його відповідно до міжнародних стандартів, а навпаки – розпорошення фондового ринку України та біржового зокрема, все більший його вихід від загальновизначаних світових, насамперед європейських, засад [15].

Проте пріоритетність курсу на євроінтеграцію у зовнішньоекономічній стратегії розвитку України передбачає освоєння досвіду країн Європейського Союзу (ЄС) у забезпеченні ефективного функціонування біржового ринку цінних паперів з метою формування моделі ринку, а також є важливою умовою успішного розвитку економіки України.

Прагнення України приєднатися до Європейського співтовариства вимагає реальних дій. Важливим кроком у цьому напрямі стала адаптація українського законодавства у сфері біржового ринку цінних паперів до положень ЄС.

Відповідно до низки директив, зокрема директив Європейського Парламенту та Ради ЄС від 4 листопада 2001 р., Регламенту Європейської Комісії від 29 квітня 2004 р., Директиви Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ЄС, НКЦПФР підготувала законопроект, завдяки якому Верховною Радою України прийнято Закон України 23.02.2006 № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок».

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – це діяльність фондової біржі зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею, зареєстрованими у встановленому законом порядку. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери [4].

Відповідно до Директиви Європейського Парламенту та Ради 2001/34/ЄС від 28 травня 2001 р. про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована, прийнято Рішення НКЦПФР 22.11.2012 № 1688 «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж». Це Положення про функціонування фондових бірж визначає основні засади та вимоги до функціонування фондових бірж в Україні [12].

06.08.2015 р. у Положення про функціонування фондових бірж внесено зміни, якими передбачається, зокрема, суттєве підвищення лістингових вимог до цінних паперів з 01 січня 2016 року, зокрема акцій, облігацій підприємств та цінних паперів ІСІ (Рішення НКЦПФР від 06.08.2015 № 1217) [9].

Відповідно до Директиви Європейського Парламенту та Ради 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком прийнято Рішення ДКЦПФР 14.06.2011 № 716 «Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій із цінними паперами на фондовій біржі». Порядок встановлює механізми та визначає дії учасників біржових торгів та фондової біржі, спрямовані на запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій із цінними паперами на фондових біржах. Порядок поширюється на фондові біржі, учасників біржових торгів, їх клієнтів та емітентів, цінні папери яких допущені до торгівлі на фондових біржах, крім органів державної влади, які відповідно до законодавства є учасниками біржових торгів [13].

Відповідно до Директиви Європейського Парламенту та Ради 98/26/ЄС від 19 травня 1998 р. та 2004/39/ЄС від 21.04.2004 р. щодо створення Національного депозитарію України та наявності кліринго-розрахункової установи, які повинні контролюватися НКЦПФР, прийнято Закон України від 06.07.2012 р. № 5178-VI «Про депозитарну систему України», відповідно до якого створено Національний депозитарій України, що визначає правові засади функціонування депозитарної системи України, встановлює порядок реєстрації та підтвердження прав на емісійні цінні папери та прав за ними у системі депозитарного обліку цінних паперів, а також порядок проведення розрахунків за правочинами щодо емісійних цінних паперів [3].

Також прийнято Рішення НКЦПФР від 26.03.2013 р. № 429 «Про затвердження Положення про клірингову діяльність». Положення встановлює порядок провадження клірингової діяльності, здійснення клірингу за договорами щодо цінних паперів Розрахунковим центром з обслуговування договорів на фінансових ринках, Центральним депозитарієм цінних паперів та кліринговими уста-

новами, у тому числі порядок здійснення клірингу за договорами щодо цінних паперів особами, що виконують функцію центрального контрагента, порядок створення та використання гарантійного фонду у вигляді цінних паперів та інших фінансових інструментів, а також порядок контролю за провадженням клірингової діяльності. [10]

Та достатніми для централізації ринку ці заходи вважати не можна.

На відміну від біржових ринків цінних паперів високорозвинених країн, національний ринок України відстає від міжнародних вимог і стандартів.

З метою гармонізації моделі біржового ринку цінних паперів України в контексті євроінтеграційних процесів розроблена Концепція Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, яка затверджена розпорядженням КМУ від 8 листопада 2007 р. № 976-р. У зазначеній Концепції визначено, що однією з причин виникнення проблем ринків капіталу та обґрунтування необхідності їх розв'язання програмним методом є відсутність належної концентрації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами в системі біржової торгівлі. Основним напрямом і способом розв'язання цієї проблеми є консолідація біржової системи України на принципах регульованих ринків, передбачених Директивами Європейського Союзу [6].

Постановою Правління Національного банку України від 18 червня 2015 року № 391 (у редакції рішення Правління Національного банку України від № 28-рш від 16.01.2017) затверджена «Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року». У Розділі IV «Етапи та складники реалізації Програми» для забезпечення стабільності та динамічного розвитку фінансового сектору передбачено забезпечити модернізацію, консолідацію і розвиток біржової, розрахункової та клірингової інфраструктури ринків капіталу. І як результат – створення сучасної біржової інфраструктури із залученням провідних іноземних біржових операторів та вдосконалення розрахункової інфраструктури, що зменшить ризики учасників та дасть змогу сконцентрувати торги валютою, деривативами, акціями, облігаціями та іншими фінансовими інструментами на біржовому ринку.

Для досягнення мети Програми та реалізації завдань необхідно забезпечити перегляд і внесення змін до деяких законів і нормативно-правових актів України та імплементувати акти законодавства Європейського Союзу відповідно до Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, зокрема Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», Закон України «Про депозитарну систему України» стосовно забезпечення модернізації, консолідації і розвитку біржової, розрахункової та клірингової інфраструктури ринків капіталу відповідно до Директиви

98/26/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 19 травня 1998 року, Директиви 2009/44/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 06 травня 2009 року, якою вносяться зміни до Директиви 98/26/ЄС, Регламентів Європейського Парламенту та Ради 648/2012 [8].

Відповідно до статті 133 та додатку XVII Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії та їхніми державами-членами, з іншої сторони, яку Україна ратифікувала 16 вересня 2014 року, Україна взяла на себе зобов'язання наближення національного законодавства до законодавства ЄС та забезпечення поступового приведення у відповідність своїх чинних законів та майбутнього законодавства до *acquis* ЄС [2].

Відповідно до статті 133 та додатку XVII про нормативно-правове наближення зазначеної Угоди, рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 28 грудня 2016 року № 1274 затверджено План імплементації у сфері фінансових інструментів та ринків капіталу: Директиви (ЄС) № 2014/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року на ринках фінансових інструментів і внесення змін до Директив 2002/92/ЄС та 2011/61/ЄС Регламенту (ЄС) № 600/2014 Європейського парламенту та Ради від 15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів та внесення змін до Регламенту (ЄС) 648/2012 [7].

Метою цього Плану імплементації є визначення заходів, спрямованих на приведення законодавства у сфері ринків капіталу у відповідність до найкращих світових стандартів. Одним із основних завдань імплементації є адаптація норм, які регулюють професійну діяльність торговців цінними паперами, до норм зазначених актів Європейського Союзу, трансформуючи їх у повноцінні інвестиційні фірми та розширюючи перелік ліцензованих видів діяльності, які ними можуть проваджуватись [7].

Відповідно до Плану імплементації розроблено законопроект «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо регульованих ринків та деривативів» (реєстраційний номер № 3498 від 20.11.2015), який затверджено постановою Верховної Ради України від 31.03.2016 р. № 1058-VIII та прийнято за основу [1].

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

15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів (MiFIR), а також Регламенту Європейського Парламенту та Ради № 648/2012 від 4 липня 2014 р. про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгів репозитарії (EMIR).

Він вносить зміни майже в 50 різних законодавчих актів України та інших законодавчих актів і спрямований на спробу комплексно врегулювати питання, пов'язане з випуском і обігом похідних фінансових інструментів, починаючи від їхньої реєстрації і закінчуючи проведенням розрахунків за підсумками торгів, включаючи й елементи нагляду за цими процесами. Законопроект охоплює, зокрема, частину питань, пов'язаних із функціонуванням регулятора ринку. Законопроектом передбачається створення правового поля для організованого ринку цінних паперів та допуск до торгів на регульованому ринку, зокрема, шляхом визначення сутності поняття «регульований (організаційно оформлений) ринок», «регульовані ринки» «оператор регульованого ринку», «фінансові інструменти» відповідно до Директиви 2014/65/ЄС Європейського парламенту і ради від 15 травня 2014 року на ринках фінансових інструментів і внесення змін до Директив 2002/92/ЄС та 2011/61/ЄС у новій редакції (MiFID II); пропонується уніфікувати підходи до регулювання діяльності бірж, які, зокрема, здійснюють торгівлю цінними паперами, шляхом запровадження інституту «оператора регульованого ринку» як юридичної особи, яка здійснює управління та забезпечує функціонування регульованого ринку на підставі відповідної ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку [1].

Проте у законопроекті є і мінуси. Так, законопроектом передбачено дуже багато перейменувань, зокрема, «фондовий ринок» на «ринок капіталу» та інше. Законопроект вводить виразне регулювання товарних бірж, але водночас біржам буде заборонено займатися діяльністю центрального контрагента, що приведе до істотного зростання їхніх витрат. Крім того, він передбачає, що в результаті ухвалення збільшиться невизначеність на ринку, оскільки законопроект делегує значну частину ухвал із рівня закону на рівень підзаконних актів, які простіше змінювати. Посилення інституційної незалежності НКЦПФР, в тому числі передбачено значне розширення повноважень регулятора. Зміна концепції лістингу на допуск до торгівлі на регульованому ринку приведе до того, що на регульованому ринку цінних паперів не залишиться інструментів. Більшість цінних паперів будуть обертатися винятково на позабіржовому ринку, внаслідок чого українські та іноземні інвестори втратять можливість отримати ринкову ціну за свої українські цінні папери на організованому ринку в Україні.

Законопроект не встановлює нових вимог щодо капіталу для діючих ліцензіатів. Встановлена в про-

екті вимога щодо капіталу діятиме лише для тих учасників ринку, хто отримуватиме нову ліцензію після 01.07.2017 року. Підвищення вимог до капіталу професійних учасників має відбуватися після створення можливостей для ведення бізнесу та не раніше дати завершення терміну гармонізації національного законодавства до законодавства ЄС щодо фінансових послуг, тобто з 01.01.2020 року.

З метою усунення недоліків, які були допущені в законопроекті 3498, вимоги MiFID II імплементовані до законопроекту про ринки капіталу та регульовані ринки (реєстраційний № 7055 від 01.09.2017 року), розробленого народними депутатами, який знаходиться у Верховній Раді. Законопроект об'єднав у собі норми законопроектів № 3498 та № 5068. Зазначений законопроект спрямований на забезпечення виконання вимог Угоди про асоціацію в частині імплементції Директив ЄС № 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.

Документ врегулює такі питання: функціонування ринків похідних цінних паперів та деривативів; функціонування регульованих ринків та розбудови їх інфраструктури; удосконалення порядку емісії цінних паперів та системи розкриття інформації на ринках капіталу у відповідності до вимог європейського законодавства; впорядкування діяльності з надання інформаційних послуг на ринках капіталу відповідно до світових практик та європейського законодавства; забезпечення захисту прав власників облігацій, зокрема, шляхом передбачення інституту зборів власників облігацій та колективного представника власників корпоративних облігацій відповідно до найкращих світових практик [14].

Розглянувши основні нормативні акти, які приведені до норм та вимог ЄС, слід зазначити, що модель біржового ринку цінних паперів в Україні все ще знаходиться в стані побудови.

З урахуванням нормативної бази, яка постійно адаптується, в Україні за цей період розвитку біржового ринку цінних паперів було 3 моделі біржового ринку цінних паперів.

Перша модель діяла в Україні до 1995 року відповідно до Концепції функціонування і розвитку фондового ринку, яка була розроблена Українською фондовою біржею та передбачала створення біржового ринку цінних паперів, єдиної фондової біржі, Єдиного Центрального депозитарію цінних паперів та Єдиного клірингового банку.

Друга модель діяла в Україні до травня 2009 року згідно з Концепцією функціонування та розвитку фондового ринку України 1995 року і передбачала створення біржового та позабіржового ринків цінних паперів; крім фондових бірж, здійснювали свою діяльність торговельно-інформаційні системи.

За третьою моделлю відповідно до Закону України від 23.02.2006 № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок» з травня 2009 року в Україні припиняють свою діяльність торговельно-інформаційні системи і єдиними організаторами торгівлі стають фондові біржі. Станом на 01.01.2017 р. в Україні діють 8 фондових бірж.

Запропонована мною Модель 4 модернізації біржового ринку цінних паперів передбачає запровадження консолідованого біржового ринку цінних паперів, відповідає нормам та вимогам ЄС у частині регулювання професійної діяльності на ринках капіталу та визначає єдиний підхід щодо регулювання діяльності організаторів торгівлі. Модель біржового ринку цінних паперів передбачає створення Національної фондової біржі України, Центрального депозитарію та Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках.

Таким чином, важливим кроком у розвитку біржового ринку цінних паперів стала адаптація українського законодавства до положень ЄС. Чинна нормативно-правова база регулювання біржового ринку цінних паперів свідчить про його постійну імплементацію. Досягнутий рівень імплементації законодавства свідчить про потенціал якісного покращення біржового регулювання.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** На основі проведеного аналізу можна дійти висновку, що сучасний біржовий ринок цінних паперів України ще перебуває на етапі свого становлення. Він недостатньо інтегрований до світових біржових ринків і має низький рівень розвитку.

Сучасний стан біржового ринку цінних паперів свідчить, що він потребує структурної перебудови, суттєвої технологічної модернізації, адаптації до правових норм європейського законодавства та впровадження кращої практики функціонування аналогічних систем на світових біржових ринках з метою формування національної моделі біржового ринку цінних паперів.

Подальший розвиток біржового ринку цінних паперів залежить від загальноекономічного стану держави та вмілого поєднання адміністративних і економічних важелів управління. Подальша імплементація національного законодавства України до положень актів ЄС створить у майбутньому ефективний та дієвий організаційний ринок цінних паперів.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Постанова Верховної Ради України 31 березня 2016 року № 1058-VIII «Про прийняття за основу проекту Закону України про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо регулювання ринків та деривативів». URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1058-19>;
2. Закон України 16 вересня 2014 року № 1678-VII «Про ратифікацію Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європей-

ським співтовариством з атомної енергії і їїними державами-членами, з іншої сторони» (стаття 133). URL: [http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/984\\_011](http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/984_011);

3. Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI «Про депозитарну систему України» (із змінами). URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>;

4. Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок» (із змінами). URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>;

5. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 «Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні». URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/277-94-%D0%BF>

6. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р «Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні». URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/976-2007-%D1%80>

7. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 28 грудня 2016 року № 1274 «План імплементації у сфері фінансових інструментів та ринків капіталу: Директиви (ЄС) № 2014/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року на ринках фінансових інструментів і внесення змін до Директив 2002/92/ЄС та 2011/61/ЄС Регламенту (ЄС) № 600/2014 Європейського парламенту та Ради від 15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів та внесення змін до Регламенту (ЄС) 648/2012». URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/plan-mpdementats-u-sfer-fnansovih-nstrumentv-ta-rinkv-kaptalu/>;

8. Постанова Правління Національного банку України від 18 червня 2015 року № 391 (у редакції рішення Правління Національного банку України від № 28-рш від 16.01.2017) «Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року». URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15>.

9. Рішення НКЦПФР від 06.08.2015 № 1217 «Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж». URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z1030-15>;

10. Рішення НКЦПФР від 26.03.2013 № 429 «Про затвердження Положення про клірингову діяльність». URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0562-13>;

11. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 10.04.2012 № 526 «Про схвалення проекту Концепції доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні». URL: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/KL120297.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KL120297.html);

12. Рішення НКЦПФР 22.11.2012 № 1688 «Положення про функціонування фондових бірж». URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>;

13. Рішення ДКЦПФР 14.06.2011 № 716 «Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій із цінними паперами на фондовій біржі». URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1045-11>;

14. Законопроект про ринки капіталу та регульовані ринки (реєстраційний № 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);

15. В. В. Оскольський Ринок цінних паперів (лекції). URL: <http://buklib.net/books/22034/>.