

УДК 336.761

**Дегтярєва Наталія Володимирівна,**

канд. екон. наук, доц.,  
доцент кафедри фінансові ринки  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»  
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1),  
E-mail: dnatalia62@yahoo.com

**Ройко Ігор Михайлович,**

асп. кафедри фінансові ринки  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»  
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1),  
E-mail: iroyko@meta.ua

## ІННОВАЦІЙНІ БІРЖОВІ ПРОДУКТИ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ

*АНОТАЦІЯ.* У статті досліджено питання запровадження на біржовому ринку акцій інноваційного продукту Української біржі — «Залучення капіталу». Подібні «біржові продукти» створені на зарубіжних фондових ринках. Їх призначення — залучення капіталу компаніями для інноваційного розвитку. Такі ринки належать до так званих «нових ринків». «Нові ринки» залучення капіталу, з одного боку, є «підготовчими майданчиками» для виходу на «широкі публічні ринки»; з іншого боку, на таких «нових ринках» відбувається альтернативне класичному IPO залучення капіталу компаніями, які не збираються виходити на широкі публічні ринки. Здійснено порівняльний аналіз створених нових ринків на фондових біржах Польщі, України, Росії. Пропонується запровадження відповідного рівня лістингу та умов лістингування. Вирішення проблеми формального «лістингового статусу» емітентів може підвищити інтерес до них зі сторони банків та інституційних інвесторів. Окреслено напрямки удосконалення нормативно-правового забезпечення функціонування ринків залучення капіталу.

*КЛЮЧОВІ СЛОВА:* біржовий ринок акцій, лістинг, нові ринки, ринок залучення капіталу, ринок інвестицій та інновацій, ринок альтернативних інвестицій.

**Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями.** Увага до нових механізмів залучення капіталу пов'язана із труднощами посткризового відновлення традиційних публічних ринків IPO. Довіра до класичних залучень капіталу за допомогою «широких» (головних) публічних ринків поступово буде відновлюватись. Але поряд з цим, усе більшої уваги заслуговують так звані «нові ринки» залучення капіталу. Позаяк основні публічні ринки мають традиційно досить високий рівень зарегульованості, «нові ринки» у яких цей рівень регуляції значно нижчий і процедури залучення капіталу

значно полегшені, є привабливим для швидкого залучення інвестиційного капіталу молодими компаніями зростання. Саме з цими «новими ринками» пов'язується можливість своєрідної «біржової легітимізації» таких компаній в інноваційному сегменті інвестиційних процесів.

**Аналіз останніх наукових досліджень і публікацій.** Необхідно зауважити, що проблема залучення капіталу через біржовий ринок акцій традиційно розглядається в наукових дослідженнях лише у контексті загальніших питань залучення капіталу в економіку України і, насамперед, іноземного капіталу [1]. Інший традиційний підхід обмежує аналіз цієї проблеми питаннями залучення капіталу окремими підприємствами [2] або галузями економіки [3]. Проблеми біржового ринку акцій в Україні постійно знаходяться у центрі уваги наукової спільноти. На особливу увагу заслуговують роботи Корнеєва В.В., Нікітіна М.М. [4], Майорової Т.В. [5], Шкодінної І.В. [6], Шумської С.С. [7] та інших

**Виділення невивіршених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття.** Традиційні підходи до аналізу проблем залучення капіталу за допомогою фондових бірж концентруються, перш за все, на питаннях «виходу українських емітентів» на міжнародні ринки капіталу, не виділяючи специфіки залучення капіталу на так званих «нових ринках», де рівень регуляції значно нижчий за «основні» торгові майданчики. Питання залучення капіталу українськими емітентами на українських біржах аналізуються як «ідеальна мета» і лише у постановочному аспекті. Практично залишилися поза увагою практичні аспекти організації запровадження нових іноваційних біржових продуктів в Україні.

**Формулювання мети і завдання дослідження.** Визначити особливості запровадження на біржовому ринку акцій України механізмів залучення інвестиційного капіталу молодими компаніями зростання, насамперед, іноваційного характеру (іноваційні біржові продукти), які отримали класифікацію «нових ринків».

**Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів.** За час глобальної фінансової кризи та посткризового відновлення розвинутих біржових ринків акцій, з українським біржовим ринком акцій відбувались якісні зміни. Саме на цей час припало закінчення великого періоду розвитку українського фондового ринку, а саме — приватизаційного та постприватизаційного розподілів капіталу і

закономірно виникло питання щодо подальшого сенсу існування українського біржового ринку акцій.

Наприкінці 90-х років українські емітенти акцій роблять перші спроби виходу на міжнародні ринки капіталу. Саме в цей період запроваджуються перші програми різного роду «депозитарних розписок». Через інститут депозитарних розписок українські акціонерні товариства з'являються на провідних фондових майданчиках США та Європи. Станом на кінець 2000 року за допомогою банку Нью-Йорка започатковуються перші «неспонсоровані» і навіть «спонсоровані» програми «американських і глобальних депозитарних розписок» (ADR, GDR). Серед «піонерів» такі відомі і сьогодні емітенти, як ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Укртелеком», ПАТ «ДТЕК-Західенерго», ПАТ «Запоріжтрансформатор» та інші. На початку 2000-х років акціями українських емітентів, використовуючи механізми GDR починають торгувати на Німецькій біржі і на Лондонській фондовій біржі. У середині 2000-х років група компаній переважно із аграрного сектору здійснює розміщення своїх акцій на Варшавській біржі. Окремі українські емітенти використовують для розміщення своїх акцій механізми «спеціально уповноваженої компанії» (SPV) британської юрисдикції та «альтернативного ринку інвестицій» (AIM) Лондонської фондової біржі. Найвідомішою компанією, яка одною з перших скористалась цією технологією, була компанія «Украгропродукт». Деякі емітенти, створивши SPV, змогли вийти на «широкий» ринок і навіть пройти відповідні процедури лістингу. Так, створена на базі активів ПАТ «Полтавський ГЗК» британська компанія «Ferrexpo» входила якийсь час до складу індексного кошику одного з індексів Лондонської фондової біржі — FTSE 100. На Лондонській фондовій біржі торгуються акції ще одного відомого українського аграрного холдингу — «Миронівський хлібопродукт» (Myronivsky Hliboproduct — МНП), які були розміщені в Лондоні через механізм SPV. Приклад успішного IPO — розміщення депозитарних розписок компанії «Авангард» у 2010 році. Ще одна українська компанія — Continental Farmers — провела розміщення своїх акцій у цьому році. Ці емітенти залучили \$187 млн і \$24,2 млн відповідно [9]. Хоча слід зазначити, що як і до кризи 2008—2009 років, так і у 2010—2013 роках, обсяги торгів акціями «українських» емітентів на глобальних майданчиках залишаються порівняно незначними. З 2005 року по жовтень 2011 року відбулося 70 публічних первинних і вторинних розмі-

щень акцій емітентів (IPO), що мають бізнес в Україні. І за цей час було залучено \$3,9 млрд. З них 226,7 млн грн — у 2011 році [10].

У 2012 році на Варшавській фондовій біржі на IPO вийшла компанія KDM Shipping, а у вересні 2013 року — девелоперська компанія Arricano вийшла на Лондонську фондову біржу (залучення капіталу склало \$24 млн). Окремі експерти вважають IPO Arricano успішним з точки зору залучення капіталу і менш успішним з точки зору створення умов для ліквідності на вторинному ринку. На їх думку ліквідність цих акцій була б вищою, якби акції розміщувались із «подвійним лістингом» в Лондоні і в Україні [11]. На початок 2014 року серед іноземних ринків за кількістю українських емітентів лідує Варшавська фондова біржа, на якій торгуються акції 12 емітентів, 8 з яких пройшли процедуру лістингу на біржі. Абсолютна більшість цих емітентів мають реєстрацію поза межами України: 2 компанії — Кіпр, 6 — Люксембург, 3 — Нідерланди і лише одна (KDM Shipping) має українську юрисдикцію. Таким чином, переважна частина (до 80 %) українських підприємств-емітентів акцій при залучення капіталів на зовнішніх ринках в останні роки надають перевагу Варшаві, і загалом кожен п'ятий долар, що залучався українськими компаніями на ринку акцій, надійшов від розміщень на Варшавській фондовій біржі. Також понад 80 % розміщень (за обсягами) було проведено компаніями, які зареєстровані в юрисдикціях з м'яким податковим кліматом.

Існувало кілька чинників привабливості Варшавської фондової біржі для залучення капіталу українськими компаніями. По-перше, завдяки стабільній економічній ситуації, європейському регулюванню, розвинутій і сучасній інфраструктурі ринку і, найголовніше, потужному сектору інституційних інвесторів Польща стала претендувати на роль привабливого фінансового центру не лише для України, а й усього регіону Центральної та Східної Європи. По-друге, це ціна залучення капіталу на біржі, яка була набагато меншою, ніж на інших світових ринках. Також біржа в Варшаві привабливіша для українських компаній, тому що обсяги залучень капіталу можуть знаходитись у межах від кількох сотень тисяч до кількох сот мільйонів євро. Крім того, на Варшавській біржі достатньо ефективно функціонує власний «новий ринок»: «NewConnect», який є у свою чергу «ринком фінансування і торгів інноваційних компаній». На початок 2014 року жо-

дна українська компанія не здійснювала спроб залучити капітал через цей ринок.

У 2014 році важко очікувати IPO українських аграрних компаній як на Варшавській, так і на інших зарубіжних біржах. Якщо виокремити проблеми, які стримують довгострокові іноземні інвестиції в акції українських емітентів, то поряд із загальними політичними та економічними проблемами України є і негативне сприйняття інвестиційного клімату, і непередбачувані та нерідко алогічні регулятивні ініціативи, що відлякують іноземних інвесторів. Крім того, є проблеми з корпоративним управлінням. Якщо на зовнішньому ринку українські компанії демонструють майже необхідний рівень публічності та прозорості під тиском умов і механізмів біржового залучення капіталу, то внутрішні бізнеси цих компаній мало відрізняються від загального нетранспарентного середовища українського фондового ринку. У найближчі роки привабливішою для IPO українських компаній може стати Лондонська фондова біржа, насамперед, її «новий ринок» альтернативних інвестицій «AIM» оскільки інвестори польського ринку втрачають інтерес до українських емітентів. Окремі великі українські компанії можуть спробувати свої сили в IPO на азійських ринках, насамперед, Гонконгської біржі на її «новому ринку: «Growth enterprise market». Хоча попередні спроби не дали позитивного результату. Практично, залишається поза увагою українських емітентів досить привабливий і зростаючий «новий ринок» Московської біржі: «Рынок Инноваций и Инвестиций». У 2011—2013 роках на нових ринках Варшавської, Лондонської, Гонконгської та Московської фондових бірж (табл. 1) фіксується стійке зростання як загальної ринкової капіталізації, так і кількості лістингових компаній, що здійснили залучення капіталу за тим чи тим механізмом. Безумовним лідером як за показниками ринкової капіталізації, так і кількістю лістингових емітентів є Лондонський «AIM», Варшавський «NewConnect» переважає Гонконгський «Growth enterprise market» за кількістю лістингових емітентів, але у разі поступається йому у показниках ринкової капіталізації. Наймолодший «Рынок Инноваций и Инвестиций» Московської біржі значно поступається конкурентам за обома показниками, хоча демонструє поступове збільшення кількості емітентів, які залучають інвестиції на ньому.

Таблиця 1

**«НОВІ РИНКИ» ВАРШАВИ, ЛОНДОНУ, ГОНКОНГУ ТА МОСКВИ:  
РИНКОВА КАПІТАЛІЗАЦІЯ (РК) (млн \$) І ЛІСТИНГОВІ КОМПАНІЇ (ЛК)  
У 2011—2013 роках [8].**

|                                | 2011           |             | 2012           |             | 2013           |             |
|--------------------------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
|                                | РК             | ЛК          | РК             | ЛК          | РК             | ЛК          |
| Новий ринок                    |                |             |                |             |                |             |
| «NewConnect»                   | 2484           | 351         | 3589           | 429         | 3654           | 445         |
| «AIM»                          | 95 184         | 1143        | 98 800         | 1096        | 123 766        | 1087        |
| «Growth enterprise market»     | 10 887         | 170         | 10 116         | 179         | 17 290         | 192         |
| «Рынок Инноваций и Инвестиций» | 529            | 10          | 740            | 18          | 539            | 24          |
| <b>Разом</b>                   | <b>109 083</b> | <b>1674</b> | <b>113 246</b> | <b>1722</b> | <b>145 249</b> | <b>1748</b> |

На кінець 2013 року на цих чотирьох «нових ринках» лістингуються 1748 компаній з ринковою капіталізацією понад \$145 млрд. З цього числа компаній лише 4 (MHP, Regal Petroleum, Ukrproduct, XXI Century) мають активи або бізнеси на території України і залучали капітал на Ринку альтернативних інвестицій (AIM) Лондонської фондової біржі.

Необхідно зазначити, що «нові ринки» є досить поширені на європейських біржах — членах Європейської федерації фондових бірж (FESE). Тобто, поряд із основним торговим майданчиком, на якому традиційно присутні жорсткі регулятивні вимоги, створені додаткові «біржові продукти» з менш жостким регулюванням мета якого створити сприятливіші умови для залучення капіталу компаніями зростання і інновацій. Крім того, переважна більшість таких нових ринків функціонує за правилами MTF (Multilateral Trading Facilities), тобто багатосторонніх торгових систем.

На кінець грудня 2013 року на нових ринках європейських бірж-членів FESE лістингуються 1478 компаній, з ринковою капіталізацією у майже 147 млрд євро і обсягом ринкових угод (EOB) у грудні 2013 року — майже 1,9 млрд євро.

З середини 2013 року на Українській біржі за підтримки Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку розпочалась реалізація інноваційного проекту «Залучення капіталу».

Проект лише на самому початку і особливих «успіхів» поки що не має, але інвестиційне співтовариство пов'язує з ним великі надії.

Таблиця 2

**«НОВІ РИНКИ» ЄВРОПЕЙСЬКИХ БІРЖ-ЧЛЕНІВ FESE:  
ЛІСТИНГ, РИНКОВА КАПІТАЛІЗАЦІЯ ТА ОБІГ АКЦІЙ У ГРУДНІ 2013 р. [8]**

| Фондові біржі             | Новий ринок                    | Лістингові компанії | Ринкова капіталізація (млн євро) | Обіг акцій (млн євро) |
|---------------------------|--------------------------------|---------------------|----------------------------------|-----------------------|
| Athens Exchange           | Alternative Market             | 14                  | 143,1                            | 0,1                   |
| BME (Spanish Exchanges)   | MAB Expansión                  | 23                  | 1 677,7                          | n/a                   |
| Borsa Istanbul            | BIST Second National Market    | 89                  | 5 926,9                          | 957,5                 |
| Bratislava Stock Exchange | Bratislava Stock Exchange      | 64                  | 705,3                            | //                    |
| CEESEG — Budapest         | BETa                           | 23                  | n/a                              | 0,5                   |
| CEESEG — Vienna           | Dritter Markt MTF              | 24                  | 1 270,9                          | n/a                   |
| Cyprus Stock Exchange     | Emerging Companies Cyprus      | 19                  | 624,9                            | //                    |
| Deutsche Börse            | Entry Standard                 | 188                 | 54 894,4                         | 107,2                 |
| Irish Stock Exchange      | ESM                            | 25                  | 63 305,7                         | 10,6                  |
| Luxembourg Stock Exchange | Euro MTF                       | 217                 | 358,3                            | 1,4                   |
| NASDAQ OMX Nordic         | First North Alternative Market | 131                 | 4 283,9                          | 304,6                 |
| NYSE Euronext             | Alternext                      | 184                 | 8 325,0                          | 404,0                 |
| Oslo Børs                 | Oslo Axxess                    | 32                  | 2 404,5                          | 59,1                  |
| Warsaw Stock Exchange     | NewConnect                     | 445                 | 2 648,5                          | 20,2                  |
| <b>TOTAL</b>              |                                | <b>1 478</b>        | <b>146 569,1</b>                 | <b>1 865,2</b>        |

Ринок залучення капіталу — сектор публічного розміщення цінних паперів. Основне призначення біржового продукту — сприяння залученню інвестицій, перш за все, для невеликих і зростаючих компаній, що прагнуть реалізувати свій потенціал розвитку. До переваг продукту можна віднести таке: залучення капіталу (Cash-In); ринкова оцінка бізнесу; зростання капіталізації. Вигоди для венчурних фондів — ринкова оцінка інвестицій; підвищення вартості інвестицій; можливість виходу (Cash — Out). Інтерес для інституційних і приватних інвесторів — розширення списку інструментів для інвестицій; поява дійсно публічних емітентів. Крім того, це прості і демократичні правила, що встановлені на ринку, які враховують особливості українських компаній і не вимагають наявності тривалої історії діяльності, не встановлюють вимоги щодо великої капіталізації та відсотка акцій у вільному обігу (free float), сучасні і надійні технології торгів і розрахунків.

NewConnect (створена у 2007 році) — це організована Варшавською фондовою біржею нова платформа фінансування та торгівлі акціями молодих компаній з високим потенціалом зростання, які хочуть перетворити інноваційність своїх продуктів, послуг і бізнес-процесів у головну перевагу. Цей ринок створено для компаній, які хочуть залучити капітал від кількох сот тисяч злотих до понад десяти мільйонів польських злотих; з інноваційних секторів, а також для інноваційних компаній з інших секторів; з капіталізацією до 20 млн злотих; з високою динамікою зростання; бажаючих вийти на регульований (головний) ринок Біржі і які мають шанси туди потрапити.

Таблиця 3

**ВИМОГИ ДО ЕМІТЕНТІВ ДЛЯ РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ НА  
«РИНКУ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ» УКРАЇНСЬКОЇ БІРЖІ [14]  
ТА «NEWCONNECT» ВАРШАВСЬКОЇ ФОНДОВОЇ БІРЖІ [12, 13]**

|    | «Ринок залучення капіталу»                           | «NewConnect»   |
|----|--|--|
| 1. | Функціонуючий бізнес — не менше 1 року               | Фінансова звітність у стандартах МСФО за попередні три роки        |
| 2. | Мінімальна оцінка бізнесу — 8 млн грн                | Достатність оборотного капіталу                                    |
| 3. | Наявність чіткої стратегії та бізнес-плану на 3 роки | Ринкова капіталізація — як мінімум еквівалент 12 млн євро в злотих |

## Закінчення табл. 3

|    | «Ринок залучення капіталу»                       | «NewConnect»   |
|----|--|--|
| 4. | Наявність політики корпоративного управління     | Дотримання кодексу корпоративного управління у добровільному порядку вітається                 |
| 5. | Плани щодо залучення коштів                      | Від 8 млн грн  |
| 6. | Готовність мати free float — не менше 15—25 %    | Free float — не менше ніж 25 відсотків   |
| 7. | Форма власності — Публічне акціонерне товариство | Щорічний збір не більше 3 тисяч злотих на рік  |
| 8. | Юридична особа існує — не менше 3 місяців        | Вимоги до постлістингу полягають у обов'язковості розкриття особливої та регулярної інформації |

З 2009 року на Московській біржі функціонує Ринок інновацій та інвестицій (РИИ Московской биржи) — біржовий сегмент для високотехнологічних компаній, який започаткували Московська біржа та ОАО «РОСНАНО». При Московській біржі утворена Координаційна рада РІІ Московської біржі, в яку увійшли представники профільних міністерств і відомств, законодавчої влади та професійних асоціацій. Очолює раду Анатолій Чубайс — голова ОАО «РОСНАНО». Цілі ринку Інновацій та Інвестицій полягають у створенні прозорого механізму залучення інвестицій у високотехнологічний сектор економіки Росії; побудова інвестиційного ланцюга від фінансування інноваційних компаній на ринній стадії розвитку до виходу на біржовий ринок; розвиток концепції державно-приватного партнерства. В структурі цього ринку три основних сегмента, які розраховані на компанії різного ступеня «зрілості» і капіталізації, а також зорієнтовані на різні групи інвесторів:

Сектор РІІ — біржовий сектор, який дозволяє інноваційним компаніям здійснювати публічні розміщення (IPO/SPO) та допускає їх цінні папери до обігу у всіх режимах торгівлі на Московській біржі;

Сектор РІІ-2 — режим для проведення приватних розміщень (PP Private Placement). Обіг лише серед кваліфікованих інвесторів у межах біржових технологій: Адресні (Off EOB) або переговорні угоди (Negotiated deals) та блок-трейдинг (Dark Pool) пакетами акцій;

Сектор IPO Board — механізм злучення інвестицій непублічними інноваційними компаніями на ранніх стадіях їх розвитку.

Встановлені критерії відбору емітентів та їх фінансових інструментів. Так, наприклад, для акцій є вимога мати капіталізацію від 50 млн руб., емітент повинен виготовляти продукцію або використовувати технології, які відносяться до державних пріоритетів в інноваційній сфері та мати угоду з лістинговим агентом (спеціальним біржовим посередником) на строк не менше ніж один рік. Щодо облігацій, то підхід — інший. Перш за все — відповідний кредитний рейтинг емітента або інструмента, обсяг випуску не менше 1 млрд руб., та угода з Лістинговим агентом на 1 рік. Також присутня суттєва підтримка з боку держави у питаннях оподаткування: для суб'єктів малого та середнього бізнесу компенсуються всі витрати на підготовку розміщення у розмірі 50 відсотків, але не більше 5 млн руб за результатами розміщення; застосовується нульова ставка податку на прибуток та ПДФО від реалізації акцій, що торгуються на РІІ Московської біржі, якщо інвестор володіє ними понад 5 років [14].

У той же час показовим є підхід експертного інвестиційного середовища до перспектив реалізації проекту «Залучення капіталу» Української біржі: «Важливо, щоб торговець після того як вивів компанію на біржу і отримав свої комісійні, не забув про емітента. Сьогодні ні біржа, ні торговці не стимулюють емітента покращувати свою якісну складову», та «в Україні не так багато компанії які дійсно можуть стати публічними та оприлюднювати всю інформацію про свій прибуток» [15]. Наведені думки є досить типовими серед керівників емітентів та інвестиційного середовища, і сприйняття інноваційного продукту Української біржі «Ринок залучення капіталу» не виходить за межі дуже загальних уявлень щодо залучення капіталу на біржовому ринку акцій.

З іншої сторони, головна проблема реалізації інноваційного продукту «Ринок Залучення Капіталу» Української біржі — дефіцит платоспроможних інвесторів і низька корпоративна культура вітчизняних емітентів. За останні роки поле вітчизняних інвесторів значно звузилось.

Дрібні приватні інвестори та українські торговці цінними паперами, які продовжують спекулювати на біржі, практично, вже не мають інвестиційного ресурсу для купівлі такого роду інстру-

ментів. Обсяг середньомісячних залишків задепонованих коштів торговців цінних паперів та їх клієнтів для торгівлі на Українській біржі у 2010—2013 роках мав стійку негативну динаміку, починаючи з березня 2011 року (рис. 1).

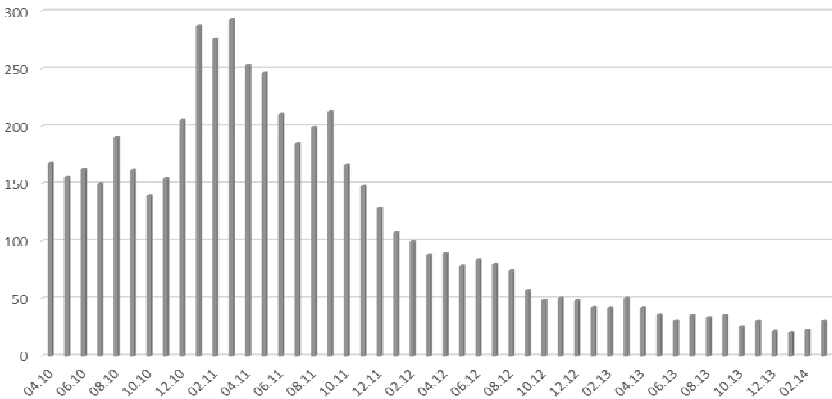


Рис. 1 Обсяг середньомісячних залишків задепонованих коштів на Українській Біржі у 2010—2013 роках, млн грн [16]

Обсяг тих же задепонованих коштів у середньорічному вимірі показує ще негативнішу динаміку: якщо у 2011 році зростання склало 31,5 % (з 164,65 млн грн у 2010 р. до 216,52 млн грн у 2011 році), то у 2012 році — падіння на 66,4 % (з 216,52 млн у 2011 році до 72,85 млн грн у 2012 році); у 2013 році — знову падіння на 52,2 % (з 72,85 млн грн у 2012 році до 34,85 млн у 2013 році); падіння за 2012—2013 роки склало 83,9 %. Висновок може бути один — на це джерело інвестиційних ресурсів розраховувати не можна. Їх недостатньо навіть для традиційної біржової гри із «блакитними фішками». Очікувати залучення цієї категорії біржових гравців до «Ринку залучення капіталу» наразі не доводиться та і обсяги такого залучення не можуть бути значними.

Щодо інституційних інвесторів, то публічні інститути спільного інвестування в умовах реалій українського фінансового ринку теж не мають серйозних вільних фінансових ресурсів. Венчурне фінансування в Україні, а саме воно переважає в «індустрії спільного інвестування», мало дотичне до фінансового ринку і виконує завдання не пов'язані із залученням капіталу на публіч-

ний ринок фінансового капіталу. Видається, що мало не єдиними фінансовими інститутами, які сьогодні в Україні мають вільний капітал для інвестування, є комерційні банки. Але банки мають жорсткі обмеження встановлені відповідним банківським регулюванням на ризиковані інвестиційні операції на публічному ринку. За цих умов успішна реалізація проекту «Ринок залучення капіталу» мало ймовірна без активнішої участі держави, хоча б на рівні, який забезпечений у Москві.

Представники емітентів очікують, перш за все, наявність реальних покупців їх акцій, низьку вартість послуг із розміщення цінних паперів, не дуже витратним супроводженням емітента після IPO. Сьогодні мова навіть не йде про те, що «нові ринки» це ринки «не для класичного IPO». Їх призначення інше — бути «підготовчими майданчиками» для виходу на «широкий публічний ринок» або стати своєрідним альтернативним ринком для залучення капіталу «непублічними» українськими компаніями за посередництва інфраструктури фондових бірж, використовуючи їх можливість та імідж.

**Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямку.** Порівнюючи основні параметри проектів Української, Московської та Варшавської біржі, можна констатувати, що вітчизняний проект концептуально близький і Ринку Інновацій та Інвестицій Московської біржі, і ринку фінансування та торгів інноваційних компаній (NewConnect) Варшавської біржі. Хоча в українському «продукті» мова про інновації та технології дуже приглушені. Вітчизняний «продукт» значно програє в частині державної підтримки. Крім сприяння зі сторони державного регулятора фондового ринку, ніяких фінансових чи податкових стимулів держава не надає. Бузумовно, це не буде сприяти реалізації успішних проектів залучення капіталу за посередництвом фондових бірж у високотехнологічні сегменти вітчизняної економіки.

Найскладнішою проблемою реалізації таких біржових проектів повинна стати орієнтація не на абстрактного інституційного або приватного інвестора, а на які реальні категорії та класи інвесторів сьогодні можуть розраховувати компанії-емітенти, які приймуть рішення виходити на Ринок залучення капіталу.

Є потреба суттєвої корекції нормативно-правових актів щодо упорядкування та врегулювання процесу «залучення капіталу»

на українських біржах особливо у частині запровадження «особливого рівня лістингу» для такого роду емітентів і значного спрощення умов лістингування. Головною вимогою біржі до емітентів повинно бути розкриття фінансової інформації та якість корпоративного управління. Без вирішення проблеми формального «лістингового статусу» таких емітентів, важко очікувати на суттєвий інтерес зі сторони як банків, так і інституційних інвесторів.

За умови появи перших позитивних результатів, необхідно здійснити відповідні зміни і в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», а також зміни відповідних положень Податкового кодексу України.

### **Бібліографічний список**

1. *Худавердієва В. А.* Стратегія залучення іноземних інвестицій в економіку України // *Фінанси України*. — №6. — 2010. — С. 62—71.

2. *Георгіаді Н. Г., Федорчак О. Є.* Сутність і види механізмів залучення інвестицій на підприємство // *Інвестиції: практика та досвід*. — №23. — 2013. — С. 6—11.

3. *Корнієв В., Прозоров Ю.* Залучення капіталу підприємствами-емітентами акцій на закордонних фондових ринках. [Електронний ресурс] — Режим доступу: [http://www.u-fin.com.ua/analit\\_mat/rzp/228.html](http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/228.html)

4. *Нікітін М. М.* Особливості залучення капіталу в циклічному розвитку корпоративних підприємств. [Електронний ресурс] — Режим доступу: [http://asconf.com/rus/archive\\_view/261](http://asconf.com/rus/archive_view/261)

5. *Майорова Т. В.* Інвестиційний процес і фінансово-кредитні важелі його активізації в Україні: Монографія. — К.: КНЕУ, 2013. — 332 с.

6. *Шкодін І. В.* Динаміка розвитку фондового ринку України. / *І. В. Шкодін* // *Актуальні проблеми економіки*. — №5 (107). — 2010. — С. 214—222.

7. *Шумська С. С.* Капіталізація економіки: системний підхід та методологічні напрями досліджень // *Економічна теорія*. — №1. — 2012. — С. 35—49.

8. Federation of European Securities exchanges statistics methodology, January 2010, version 5.2 — 25 pages. [Електронний ресурс] — Режим доступу: [http://www.fese.eu/\\_lib/files/FESE\\_Statistics\\_Methodology\\_5\\_2\\_January10\\_FINAL.pdf](http://www.fese.eu/_lib/files/FESE_Statistics_Methodology_5_2_January10_FINAL.pdf)

9. «Альтана Капитал» и ИА Cbonds поддерживают Рынок привлечения капитала. [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.ux.ua/a5750/?nt=101>

10. Бондарчук В., Пірс Т. Залучення капіталу шляхом розміщення акцій на фондових біржах. [Электронный ресурс] — Режим доступа: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/185.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/185.htm)

11. Переагрузка инвестиционной модели. [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://inventure.com.ua/news/ukraine/perezagruzka-investicionnoj-modeli>

12. Проект Залучення капіталу Української біржі. [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.ux.ua/s328>

13. Проект NewConnect Варшавської фондової біржі. [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.newconnect.pl>

14. Рынок Инноваций и Инвестиций Московской Биржи. [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://moex.com/s71>

15. «Акции продадут на публику. Местным компаниям предлагают размещаться на «Украинской бирже». Газета «Коммерсантъ Украина», №114 (1817), 11.07.2013.

16. Офіційний веб-сайт Української біржі: [Электронный ресурс] — Режим доступа до матеріалів: [www.ux.ua](http://www.ux.ua).

## References

1. Khudaverdiyeva, V. A. Stratehiya zaluchennya inozemnykh investytsiy v ekonomiku Ukrainy [The strategy of raising foreign investment into ukrainian economics] // *Finansy Ukrainy*, №6. — 2010. — P. 62-71. [In Ukrainian]

2. Heorhiadi, N. H., Fedorchak, O. Ye. Sutnist i vydy mekhanizmiv zaluchennya investytsiy na pidpryyemstvo [The concept and kinds of mechanisms for raising investment to an enterprise] // *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*, №22. — 2013. — P.6-11. [In Ukrainian]

3. Kornyyev, V., Prozorov, Yu. Zaluchennya kapitalu pidpryyemstvami-emitentamy aktsiy na zakordonnykh fondovykh rynkakh [Capital raising by enterprises — issuers of shares at foreign stock markets] [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: [http://ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/228.html](http://ufin.com.ua/analit_mat/rzp/228.html) [In Ukrainian]

4. Nikitin, M. M. Osoblyvosti zaluchennya kapitalu v tsyklichnomu rozvytku korporatyvnykh pidpryyemstv [Peculiarities of capital raising in cyclic development of corporate enterprises]. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: [http://asconf.com/rus/archive\\_view/261](http://asconf.com/rus/archive_view/261) [In Ukrainian]

5. Mayorova, T.V. Investytsiyni protses i finansovo-kredytni vazheli yoho aktyvizatsiyi v Ukraini [Investment process and financial and credit

levers of it's activation in Ukraine]: Monohrafiya. — K.: KNEU (2013). — 332 p. [In Ukrainian]

6. *Shkodina, I. V.* Dynamika rozvytku fondovoho rynku Ukrainy [The dynamics of stock exchange development in Ukraine] / I. V. Shkodina // Aktualni problemy ekonomiky, №5 (107). — 2010. — P.214-222 [In Ukrainian]

7. *Shumska, S. S.* Kapitalizatsiya ekonomiky: systemnyi pidkhid ta metodolohichni napryamy doslidzhen [Capitalization of economics: system approach and methodological lines of research] // Ekonomichna teoriya, №1. — 2012. — P.35-49 [In Ukrainian]

8. Federation of European Securities exchanges statistics methodology, January 2010, version 5.2 — 25 P. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: [http://www.fese.eu/\\_lib/files/FESE\\_Statistics\\_Methodology\\_5\\_2\\_January10\\_FINAL.pdf](http://www.fese.eu/_lib/files/FESE_Statistics_Methodology_5_2_January10_FINAL.pdf) [In English]

9. «Altana Kapital» i UA Cbonds podderzhivayut Rynok privilecheniya kapitala [«Altana Kapital» and UA Cbonds support the capital raising market]. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: <http://www.ux.ua/a5750/?nt=101> [In Russian]

10. *Bondarchuk, V., Pirs, T.* Zaluchennya kapitalu shlyakhom rozmishchennya aktsiy na fondovykh birzhakh [Raising of capital by placing shares on stock exchanges]. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: [http://www.u-fin.com.ua/analit\\_mat/rzp/185.htm](http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/185.htm) [In Ukrainian]

11. Perezagruzka investitsyonnoi modeli [Reloading of the investment model]. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: <http://inventure.com.ua/news/ukraine/perezagruzka-investicionnoj-modeli> [In Russian]

12. Proekt Zaluchennya kapitalu Ukrainskoi birzhi [The project Capital raising of Ukrainian stock exchange]. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: <http://www.ux.ua/s328> [In Ukrainian]

13. Proekt NewConnect Varshavskoi fondovoi birzhi [The NewConnect project of Warsaw stock exchange]. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: <http://www.newconnect.pl> [In Ukrainian]

14. Rynok Innovatsiy i Investitsiyi Moskovskoi Birzhy. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: <http://moex.com/s71> [In Russian]

15. «Aktyi prodadut na publiku. Mestnym kompaniyam predlahayut razmeshchattsy na «Ukrainskoi birzhe». Gazeta «Kommersant Ukraina», №114 (1817), 11.07.2013 [In Russian]

16. Ofitsiyniy web-sait Ukrainskoyi birzhi. [Elektronnyi resurs] — Rezhym dostupu: <http://www.ux.ua> [In Ukrainian]

Стаття надійшла до редакції 30 квітня 2014 р.

УДК 336.761

**Дегтярева Наталия Владимировна,**  
канд. экон. наук, доц., доцент кафедры финансовые рынки  
ГВУЗ «КНЭУ имени Вадима Гетьмана»  
(03680, Украина, Киев, проспект Победы 54/1),  
E-mail: dnatalia62@yahoo.com

**Ройко Игорь Михайлович,**  
асп. кафедры финансовые рынки  
ГВУЗ «КНЭУ имени Вадима Гетьмана»  
(03680, Украина, Киев, проспект Победы 54/1),  
E-mail: iroyko@meta.ua

## **ИННОВАЦИОННЫЕ БИРЖЕВЫЕ ПРОДУКТЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА**

**АННОТАЦИЯ.** В статье исследуются вопросы введения на биржевом рынке акций инновационного продукта Украинской биржи — «Привлечение капитала». Подобные «биржевые продукты» созданы на зарубежных фондовых рынках. Их назначение — привлечение капитала компаниями для инновационного развития. Такие рынки относятся к так называемым «новым рынкам». «Новые рынки» привлечения капитала, с одной стороны, являются «подготовительными площадками» для выхода на «широкие публичные рынки»; с другой стороны, на таких «новых рынках» происходит альтернативное классическому IPO привлечение капитала компаниями, которые не собираются выходить на широкие публичные рынки. Проведен сравнительный анализ созданных новых рынков на фондовых биржах Польши, Украины, России. Предлагается введение соответствующего уровня листинга и условия листинга. Решение проблемы формального «листингового статуса» эмитентов может повысить интерес к ним со стороны банков и институциональных инвесторов. Определены направления совершенствования нормативно-правового обеспечения функционирования рынков привлечения капитала.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** биржевой рынок акций, листинг, новые рынки, рынок привлечения капитала, рынок инвестиций и инноваций, рынок альтернативных инвестиций.

UDC 336.761

**Degtyaryova Natalia Volodymyrivna,**  
Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor,  
Associate Professor of Department of financial markets  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman  
(54/1, Prospect Peremogy, Kyiv, 03680, Ukraine)  
E-mail: dnatalia62@yahoo.com

**Roiko Igor Myhajlovich,**  
Postgraduate, Department of financial markets  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman  
(54/1, Prospect Peremogy, Kyiv, 03680, Ukraine)  
E-mail: iroyko@meta.ua

## **THE STOCK MARKET CAPITAL RAISING INNOVATIVE PRODUCTS**

**ABSTRACT.** *The question of establishing shares of innovative product of Ukrainian exchange «Raising capital» on a stock market is explored in the article. The similar «exchange products» were created on the foreign stock markets. They are designed for raising capital by companies for innovative development. Such markets belong to so called «new markets». «New markets» of capital raising are, on the one hand, «preparatory grounds» for being introduced on «big public markets»; on the other hand, on such «new markets» there is raising of capital which is alternative to a classic IPO. It is conducted by companies that are not going to expand their activity on big public markets. The comparative analysis of created new markets on stock exchanges in Poland, Ukraine, Russia is performed. The appropriate level and terms of listing are suggested. Solution to a problem of formal «listing status» of issuers can increase the interest to them from the side of banks and institutional investors. The directions of improving regulatory support for functioning of capital raising markets are outlined.*

**KEY WORDS:** *stock exchange, listing, new markets, capital raising market, innovation and investment market, alternative investment market.*