Червякова С.В. Роль андеррайтера в процесі здійснення первинного публічного розміщення акцій / С.В. Червякова // Науковий вісник Волинського національного університету ім. Лесі Українки. – 2010. – № 19. – С. 54-58.

РОЗДІЛ V
Гроші, фінанси і кредит

УДК 336.763.2

С. В. Червякова – аспірант кафедри фінансів Державного вищого навчального закладу "Українська академія банківської справи Національного банку України"

Роль андеррайтера у процесі здійснення первинного публічного розміщення акцій

Роботу виконано на кафедрі фінансів ДВНЗ "УАБС НБУ"

У статті досліджено поняття андеррайтингу як фінансового механізму залучення інвестицій шляхом IPO: аналіз змісту андеррайтингової діяльності, виділення основних особливостей і форм андеррайтингу.

Ключові слова: первинне публічне розміщення акцій (IPO), андеррайтинг, емітент, інвестор.

Червякова С. В. Роль андеррайтера в процессе совершения первичного публичного размещения акций. Исследовано понятие андеррайтинга как финансового механизма привлечения инвестиций путем IPO: анализ сущности андеррайтинговой деятельности, выделение основных особенностей и форм андеррайтинга.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций (IPO), андеррайтинг, эмитент, инвестор.

Chervyakova S. V. The Role of the Underwriter in the Process of Committing an Initial Public Offering. Studied the concept of underwriting as a financial mechanism to attract investment through the IPO: an analysis of the essence of underwriting activities, the allocation of the main features and forms of underwriting

Key words: initial public offering (IPO), underwriting, issuer, investor.

Постановка наукової проблеми. У найближчій перспективі українська економіка має всі шанси для переходу до стабільного економічного зростання, яке вимагає залучення значного обсягу інвестицій. Використання позикових коштів суб'єктами господарювання певною мірою обмежується наявною структурою капіталу, яка вже частково порушує їх фінансову стійкість. У зв'язку з цим насамперед виникає необхідність у нарощенні власного капіталу, забезпечити зростання якого може ринок капіталу через механізм первинного публічного розміщення акцій – Initial Public Offering (IPO). Складність із залученням інвестицій шляхом IPO в реальний сектор економіки викликана низкою факторів, одним із яких є проблема раціонального та ефективного розподілу функцій і практичних аспектів між учасниками андеррайтингу на вітчизняному ринку цінних паперів. Відсутність у методичних розробках і нормативних актах обґрунтованої типології андеррайтингу знижує можливість вибору емітентом оптимального виду емісії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Останнім часом зі зростанням економік країн, що розвиваються, і становленням їх фондових ринків все більше компаній використовують механізм фінансування через продаж акцій на публічному ринку, що робить актуальним дослідження в цій галузі і в практичному, і в теоретичному аспектах. Основними напрямками в дослідженні є проблематика IPO з точки зору інвестора, компанії та інвестиційного банку. Перші два напрямки досить широко розглядали вітчизняні й іноземні економісти. Проте питанню вивчення IPO з точки зору андеррайтера у вітчизняній літературі приділено дуже мало уваги. У закордонній практиці його розглядали вчені Р. Аггарвал, П. Конрой, Н. Боувер [1; 2; 3] та ін.

Виділення невирішеної проблеми. Отже, сьогодні недостатньо досліджено питання аналізу практичної діяльності андеррайтера в емісійному процесі здійснення первинного публічного розміщення акцій.

© Червякова С. В., 2010

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

Мета статті − дослідження особливостей андеррайтингу як фінансового механізму залучення інвестицій шляхом IPO-аналізу змісту андеррайтингової діяльності, виділенню основних особливостей і форм андеррайтингу.

Виклад основного матеріалу. Як уже було зазначено вище, вивченням питань IPO з точки зору інвестиційного банку (андеррайтера) досить активно займаються зарубіжні вчені-економісти. Основні напрямки їх дослідження подано в таблиці 1.

Таблиця 1

Основні напрямки дослідження операцій IPO з точки зору андеррайтера

Автори, рік	Напрямки	Основні результати
Н. Боуер, 1989	Вибір компанією методу розміщення акцій на IPO, його вплив на витрати фірми при розміщенні та роль у сигналізуванні інвесторам про якість фірми	Фірми з кращою якістю використовують метод повного викупу для сигналізування інвесторам про свій рівень якості, а компанії, які мають NPV нижче бар'єрного рівня, що не покриває витрати на андеррайтера у випадку повного викупу, використовують метод максимальних зусиль і оцінюються інвесторами на середньому рівні
Аггарвал та Конрой, 2000	Проблема ціноутворення на акції IPO в перші хвилини торгів	Перше виставлене андеррайтером котирування значною мірою пророкує прибутковість першого дня. Час початку торгів також суттєво впливає на прибутковість першого дня
Аггарвал, 2000	Вплив стабілізуючих дій андеррайтера на поведінку ціни розміщення акцій	– андеррайтери ніколи не вдаються до "чистої стабілізації"; – регулювання ціни відбувається за рахунок купівлі акції після первинного розподілу акцій; – штрафні санкції застосовуються виключно у випадках слабкого попиту на акції. Використання комбінації заходів дає змогу зменшити витрати андеррайтера; – необхідно враховувати діяльність андеррайтера при моделюванні поведінки цін акцій при IPO. Після закінчення діяльності андеррайтера щодо стабілізації ринку спостерігається невелике зниження ціни, однак протягом декількох днів ціна піднімається до колишнього рівня

Аналіз українського ринку цінних паперів засвідчує про неготовність частини компаній до організації емісії. Аналіз факторів, які впливають на ефективність проведення IPO, виявив основні причини, а саме:

- неврегульованість відносин із державними органами з питань фіксації прав власності, податкових платежів, антимонопольного регулювання;
- фінансово-економічна непідготовленість емітента до випуску цінних паперів, розсіювання активів, зобов'язань, грошових потоків між багатьма компаніями, низькі розміри власного капіталу;
- відсутність стратегії розвитку, просування продукції емітента і брендів на ринок, недостатній рівень маркетингу;
- внутрішньокорпоративна боротьба, конфлікти інтересів, незацікавленість менеджменту компанії в емісії цінних паперів.

Ці причини ведуть до продовження процедур, зростання витрат емісії. У цих умовах зростають роль і масштаби практичної діяльності андеррайтера. Так, за даними інформаційного агентства Cbonds, вітчизняні інвестиційні банки як андеррайтери доволі активно здійснюють діяльність щодо організації первинного публічного розміщення акцій (табл. 2) [4]. Дані представлені за 2007 рік, оскільки саме в цей період спостерігалась активізація емісійних процесів, коли у 2008−2009 рр. процес виходу на IPO був майже призупинений у зв'язку із кризою.

Таблиця 2

Рейтинг андеррайтерів − інвестиційних банків України за 2007 рік

№ з/п	Інвестиційний банк	Обсяг, млн грн	Кількість емітентів	Кількість емісій
1	ING Wholesale Banking Україна	2462	11	16
2	УкрСиббанк	1672	17	18

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

Закінчення таблиці 1

3	Альфа-банк Україна	1487	11	15
4	Укрсоцбанк	1485	9	14
5	Родовід банк	1015	2	6
6	Райффайзенбанк Аваль	942	2	4
7	Кредитпромбанк	925	2	4
8	Укргазбанк	901	6	10
9	ПУМБ	393	9	10
10	АКБ Форум	305	4	4

Головна мета потенційного інвестора – отримання максимального доходу в майбутньому при мінімальному ризику, диверсифікація інвестиційного портфеля. Тому під час підготовки та проведення IPO для інвестора найбільш важливим є коло проблем, пов'язаних із точною оцінкою перспектив компанії, ринкових ризиків, пов'язаних з її діяльністю, і специфічних ризиків, пов'язаних з проведенням угод при IPO – фінансових і юридичних.

Основний посередник між компанією та інвесторами – андеррайтер. Андеррайтинг як специфічна діяльність на фондовому ринку України викликає дедалі більший інтерес серед професійних торговців цінними паперами. Проте для того, щоб будь-яка правова конструкція ефективно працювала на практиці, необхідно дослідити пов'язані з нею проблемні питання законодавчого визначення такої дефініції.

Розглянемо визначення, які даються у вітчизняному законодавстві. Їх два – у Законі України "Про банки і банківську діяльність" і Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок".

Розглянемо дефініцію, що міститься в Законі України "Про банки і банківську діяльність": андеррайтинг – це купівля на первинному ринку цінних паперів з наступним їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний або частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

Що стосується більш лаконічної та виваженої ст. 17 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", то з погляду юридичної техніки там міститься значно краще визначення. Немає тієї заплутаності та суперечності, як у Законі України "Про банки і банківську діяльність". Однак це стосується лише власне визначення андеррайтингу як розміщення (підписки, продажу) цінних паперів андеррайтером за дорученням, від імені та за рахунок емітента. У ч. 4 ст. 17 записано, що у разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, які підлягають розміщенню, або їх частини [5, 108−109].

Таким чином, обидва нормативні визначення андеррайтингу потребують суттєвого доопрацювання. Андеррайтинг слід визначати через його конкретні схеми здійснення, бо кожна з них визначає обов'язки андеррайтера по-різному, та їх не можна об'єднати єдиним визначенням.

Головна мета андеррайтера – проведення успішного IPO, результати якого задовольнили б і самого емітента, й інвесторів, які отримали нові акції. Основні завдання андеррайтера – вибір схеми IPO, аналіз емітента, підготовка та здійснення всіх юридичних процедур, інформаційний супровід, залучення інвесторів, організація роботи інших посередників, які допомагають у процесі підготовки та проведення IPO. Ключовий момент у діяльності андеррайтера – визначення ціни пропозиції акцій.

У світовій практиці щодо здійснення IPO існує певна класифікація видів андеррайтингу:

– андеррайтинг на основі твердих (фіксованих) зобов'язань. Позитивні ознаки для емітента: умови для повного розміщення цінних паперів за кращими цінами і в найбільш короткі терміни. Недоліками для андеррайтера є зростання ризиків і фінансових втрат. Прийняття андеррайтером зобов'язань щодо повної або часткової реалізації цінних паперів емітента за свій рахунок на узгоджених з емітентом умовах за ціною та кількістю цінних паперів;
– андеррайтинг випуску цінних паперів "на базі найкращих зусиль". Позитивною ознакою для андеррайтера є те, що він не має фінансової відповідальності за повним розміщенням. Емітенту це загрожує зростанням ризиків неповного розміщення цінних паперів. Діяльність андеррайтера щодо здійснення операцій з цінними паперами здійснюється від імені та за

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

рахунок емітента або від свого імені, але за рахунок емітента, що не супроводжується прийняттям андеррайтером зобов'язань щодо викупу цінних паперів. Зобов'язання андеррайтера − докласти всіх можливих зусиль, дії з розміщення випуску без фінансової відповідальності за кінцевий результат. Фінансові ризики повністю переходять до емітента;

– конкурентний андеррайтинг. Перевагами цього виду є: вибір емітентом андеррайтера на конкурсній основі відповідно до кращих цінових умов, у тому числі комісійних умов, та оптимізація фінансових витрат. Недоліки проявляються в тому, що передбачається участь у андеррайтингу на конкурентних умовах декількох андеррайтерів на індивідуальних умовах;
– неконкурентний андеррайтинг. Позитивні ознаки для емітента: стійкі бізнес-партнерські стосунки, "прозорість" фінансових угод. Негативні ознаки: негарантовані оптимізація фінансових витрат. Вибір емітентом андеррайтера на основі стійких бізнес-відносин і корпоративних ділових контактів;
– андеррайтинг на умовах "все або нічого". Вельми позитивний для емітента; критичний і форс-мажорний для андеррайтера. Основні умови цього виду андеррайтингу, коли андеррайтер не забезпечив розміщення всієї емісії, угода з андеррайтингу припиняється з відповідними санкціями до андеррайтера;
– андеррайтинг із використанням режиму переговорних угод. Ознаки, привабливі для емітента: наявність фінансової та адміністративної відповідальності за порушення правил угод; гарантії угод, строки розрахунків; гарантії біржі на умовах "поставки проти платежу". Андеррайтер вводить у торги безадресну заявку на продаж; має право укладати угоду, відхилити заявку, виставляти зустрічну заявку з іншими умовами. Цей вид андеррайтингу доцільний при заздалегідь визначеній ціні цінного паперу. Угоди укладаються за ціною, не нижчою ціни розміщення;
– андеррайтинг – розміщення цінних паперів через торговий майданчик − біржу. Андеррайтер і емітент отримують переваги:
    а) використання біржової інфраструктури, швидкі й надійні розрахунки за результатами угод;
    б) ширше коло інвесторів за рахунок використання біржових інвестиційних каналів;
    в) використання андеррайтером відпрацьованих біржових стандартів процедур розміщення цінних паперів.

Такий вид андеррайтингу сприяє підвищенню рейтингу емітента, формуванню вторинного ринку паперів емітента, зростанню його капіталізації;

– андеррайтинг – розміщення цінних паперів поза торговою системою з контролем за грошовими коштами. Виключає ризики несплати здійснених угод. Сприяє відбору надійних покупців інвесторів цінних паперів [6, 25−27].

Імовірно, що в умовах становлення фондового ринку домінуватиме принцип "найкращих зусиль" як менш ризиковий для андеррайтерів. Коли ж із розвитком обігу цінних паперів з'явиться достатня кількість досвідчених і впливових андеррайтерів, цей принцип втратить свою привабливість і поступиться пріоритетом викупному андеррайтингу, оскільки останній надає андеррайтеру можливість для збільшення його винагороди. Проте торговцю цінними паперами не слід обмежуватися будь-якою з цих схем. Доцільно обирати між купівельним і представницьким андеррайтингом залежно від конкретних обставин і після цього пропонувати емітентові свої послуги на відповідних умовах.

Сьогодні змінюється форма організації андеррайтингу. Публічне розміщення акцій може проводитися і одним, і декількома андеррайтерами. Якщо в IPO бере участь кілька андеррайтерів, то один із них виступає в ролі провідного менеджера. Він веде всі переговори з емітентом, розробляє графік IPO і відіграє головну роль у проведенні процесу Due Diligence, забезпечує ціноутворення та розподіл акцій компанії серед інвесторів. Провідний менеджер також відповідає за формування синдикату інвестиційних банків, які допомагають йому розповсюджувати акції.

Історично синдикати існували через необхідність наявності достатнього капіталу, а також для розподілу ризиків і полегшення розподілу акцій серед інвесторів. Сьогодні ситуація змінилася –

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

майже всі IPO мають співменеджерів. Основна причина зростання кількості співменеджерів полягає в тому, що фірма-емітент, як правило, купує аналітичне покриття без збільшення витрат на IPO, тому що оплата послуг з андеррайтингу не залежить від кількості співменеджерів. Дослідники виділяють кілька основних функцій, які виконують члени синдикату (рис. 1) [7, 26−28].

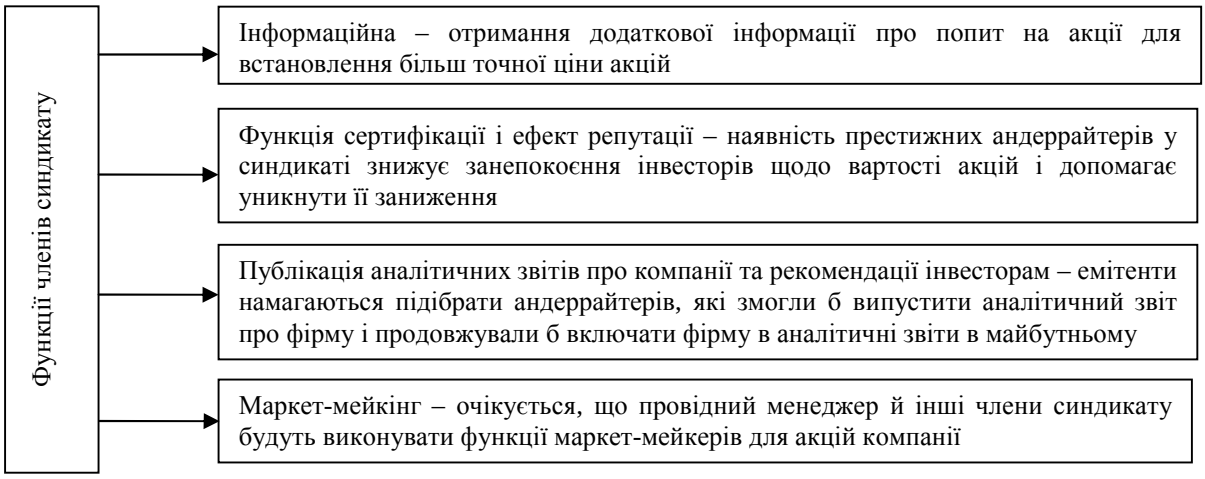

Рис. 1. Функції членів синдикату андеррайтерів

Отже, формування синдикату забезпечує комплекс заходів щодо більш ефективного проведення первинного публічного розміщення акцій, що веде до популяризації такої форми організації процесу андеррайтингу.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Отже, аналіз питання андеррайтингу як фінансового механізму залучення інвестицій шляхом IPO дає можливість говорити про невідповідності запитам ринку і в законодавчій базі, і в практичному використанні різних його видів. Сьогодні в Україні, як правило, відсутній системний підхід в організації роботи андеррайтера, зокрема і в законодавчій базі, а на практиці немає критеріальних ознак видів андеррайтингу, що не дає змоги здійснювати операції IPO більш ефективно.

Література

1. Aggarwal R. Price discovery in Initial Public Offerings and the role of the lead underwriter / R. Reena, P. Conroy // The Journal of Finance. – 2000. − № 6. – P. 2903−2922.
2. Aggarwal R. Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offering / R. Aggarwal // The Journal of Finance. – 2000. − № 3. – P. 1075−1103.
3. Bower N. Firm Value and the Choice of Offering Method in Initial Public Offerings / N. Bower // The Journal of Finance. – 1989. − № 3. – P. 647−662.
4. Рейтинг инвестиционных банков Украины за 2007 г. [Электронный ресурс] / Информационное агентство Cbonds. – Режим доступа : http://www.cbonds.info/rus/ib/ua-rating_2007-4.phtml
5. Маслова-Юрченко К. Визначення андеррайтингу в законодавстві України / К. Маслова-Юрченко // Цивільне право. – 2009. – № 10. – С. 106−109.
6. Кмузов А. Ю. Коммерческие банки-андеррайтеры на фондовом рынке / А. Ю. Кмузов // Современные аспекты экономики. – 2003. – № 23. − С. 23−35.
7. Лукашов А. В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (IPO) / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 4. – С. 21−41.

Адреса для листування:
40035, м. Суми, просп. Лушпи, б. 39/2, к. 64.
Тел.: (0542) 619-914 (сл.)
Ел. адреса: sv_ukr@ukr.net

Статтю подано до редколегії
15.03.2010 р.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com