

К.М. Азізова, О.М. Рац, Л.О. Чабанова

Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця, м. Харків

АНДЕРРАЙТИНГ: СУТНІСТЬ, ФОРМИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ВПРОВАДЖЕННЯ В БАНКІВСЬКИЙ СЕКТОР УКРАЇНИ

В статті досліджуються сутність андеррайтингу як різновиду операцій банків з цінними паперами, його форми, найбільш значимі проблеми, які можна вирішити за допомогою розвитку андеррайтингу в Україні. На підставі проаналізованих даних у статті надані практичні рекомендації щодо розвитку андеррайтингу при здійсненні банківської діяльності.

Ключові слова: андеррайтер, андеррайтинг, банк, цінні папери, операції з цінними паперами.

Постановка проблеми

В інвестиційній сфері кількість та якість послуг, які надаються українськими банками, поки помітно відстають від країн Заходу. В основному причиною цього є нерозвиненість інфраструктури і порівняно невеликий досвід роботи на фондових ринках. З одного боку, існуюча ситуація має свої позитивні сторони: інвестиційний простір ще не насичений і має велику ємність. Українські фондові площадки досить перспективні і прибуткові для того, щоб виправдати ризики інвесторів. В той же час низька ліквідність національного ринку, побоювання компаній не одержати справедливую ціну за свої акції, недосконалість законодавчої бази і слабкість інституційних інвесторів гальмують зростання капіталізації українського фінансового ринку.

У зв'язку з цим необхідний розвиток нових інструментів і технологій інвестування. До числа таких інструментів і технологій інвестування відноситься андеррайтинг, який відіграє виняткову роль в організації випуску цінних паперів та їхньому розміщенні.

Складність залучення інвестицій в реальний сектор економіки викликається рядом факторів, одним із яких є проблема раціонального та ефективного розподілу функцій між учасниками розміщення, а також місця, ролі і статусу андеррайтера в схемі «емітент – андеррайтер – інвестор». Відсутність обґрунтованої типології андеррайтинга знижує можливість вибору емітентом оптимального виду емісії, а також збільшує ризики інвесторів.

Викладене зумовлює актуальність дослідження андеррайтингу як окремого виду операцій банків із цінними паперами.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

В літературі андеррайтинг розглядають як частину процесу розміщення цінних паперів. Різні аспекти проблем, пов'язаних з первинними публічними розміщеннями було розглянуто в дослідженнях зарубіжних авторів: Д. Барона, І. Велча, Дж. Ріттера, Дж. Сінкі, К. Фрексіаза, Л. Чинзаріні [1-5] та ін.

Вітчизняна теоретична база з андеррайтингу представлена надзвичайно невеликою кількістю наукових робіт. Серед вчених, які досліджували проблемні питання андеррайтингу, можна виділити І. Верес, Л. Єріс, І. Фішук, К. Маслоу-Юрченко, С. Новікова [6-10], в роботах яких можна знайти виклад і аналіз як загальних понять і механізмів андеррайтингу, так і особливості розвитку останнього в Україні.

Метою дослідження є аналіз сутності андеррайтингу як окремого виду операцій банків із цінними паперами та визначення особливостей впровадження андеррайтингу в Україні на основі аналізу теоретичних матеріалів, законодавства, практики українського та закордонного досвіду.

Виклад основного матеріалу

В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» дане наступне визначення андеррайтингу: «Андеррайтинг – укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом» [11]. Так законодавець заперечив існування комісійних відносин між андеррайтером та емітентом [6].

Можна виділити дві основні форми андеррайтингу: андеррайтинг на базі твердих

зобов'язань і андеррайтинг на базі максимальних зусиль. Ці типи андеррайтингу знашли широке використання в світовій практиці і успішно можуть використовуватися на українському ринку взагалі, а також для випуску і розміщення позичкових цінних паперів переробних підприємств, що дозволить їм поповнити нестачу власних фінансових ресурсів і забезпечити подальший розвиток підприємства.

Андеррайтинг на базі твердих зобов'язань (гарантованих зобов'язань) має місце тоді, коли андеррайтер бере на себе обов'язки викупити у емітента всю або частку емісії [8]. В тому разі, якщо емісія розміщена не в повному обсязі, саме андеррайтер бере на себе фінансові ризики, так як зобов'язався викупити цінні папери, які не вдалося розмістити. Але якщо ціни на цінні папери на ринку будуть вищі, заздалегідь обумовлених, андеррайтер має право викупити ці папери, що компенсує йому додатковий ризик. Вартість андеррайтингу на базі твердих зобов'язань при інших рівних умовах вища, ніж андеррайтинг на умовах максимальних зусиль.

Андеррайтинг на умовах максимальних зусиль – андеррайтер бере на себе обов'язки зробити все можливе для розміщення цінних паперів, але він не зобов'язується викупити нерозміщені цінні папери [9]. Всі ризики, пов'язані з нерозміщеною частиною цінних паперів, бере на себе емітент, так як всі цінні папери, які не вдалося продати, повертаються емітенту. При цьому виді андеррайтингу в випадках, коли курсова вартість цінних паперів росте, андеррайтер не має права викупити ці папери, тобто додатковий прибуток отримує емітент.

Таким чином, можна зробити наступний висновок: головна відмінність основних форм андеррайтингу в тому, на кому лежить відповідальність за розміщення цінних паперів, а, отже, і фінансові ризики. У випадку андеррайтингу на базі твердих зобов'язань відповідальність несе андеррайтер, у випадку андеррайтингу на базі кращих зусиль – емітент.

До інших форм андеррайтингу відносять [2, 7, 10]:

андеррайтинг «стенд-бай» (андеррайтер зобов'язується викупити для наступного розміщення частину емісії, призначену для реалізації передплатних прав, але яка залишилася невикупленою старими акціонерами або тими, хто придбав у них передплатні права);

андеррайтинг на принципах «все або нічого» (дія угоди з андеррайтингу припиняється, якщо андеррайтеру не вдається розподілити всю емісію. Інакше кажучи, андеррайтер зобов'язується повністю розмістити всю емісію цінних паперів);

андеррайтинг із авансуванням і без авансування емітента (має на увазі, наприклад, можливість емітента спочатку одержати кредит в інвестиційного банку під умову, що він буде

погашений із грошових коштів, що надійшли від розміщення облігаційної позики);

договірний андеррайтинг (цінові умови емісії (ціна випуску акцій в емітента, спред між зазначеною ціною та ціною, за якою розміщує емісію синдикат) устанавлюються на основі переговорів між емітентом і єдиним менеджером синдикату);

конкурентний андеррайтинг (при цій формі андеррайтингу підготовку емісії на конкурентних засадах ведуть декілька андеррайтерів, кожен з яких формує свої цінові умови, емісійні синдикати і т.д. Все це відбувається потай один від одного. Далі емітент обирає андеррайтера за конкурсом заявок на проведення андеррайтингу, звичайно орієнтуючись на кращі цінові та інші умови).

На українському фондовому ринку залишається безліч проблем, багато з яких можна вирішити використовуючи досвід Європи та США. Приведемо найбільш значимі проблеми, які можна вирішити за допомогою розвитку андеррайтингу.

По-перше, для України характерні порівняно невеликі обсяги фондового ринку і проблема неліквідності фондів. Андеррайтинг дозволяє залучити додаткові фонди з недоступних поки галузей і структур, а так само істотно підвищити ліквідність ринку. Це можливо, оскільки потенційні інвестори, не можуть знайти прийнятну та цікаву для себе пропозицію. При розвитку системи андеррайтингових відносин збільшаться можливості вибору, загальний обсяг цінних паперів, що випускаються. А за рахунок збільшення обігу цінних паперів на фондовому ринку, покращиться і його ліквідність.

По-друге, нерозвиненість законодавчої бази, технологій торгівлі, регулятивної та інформаційної інфраструктури, невизначеність співвідношення сил на фондовому ринку в процесі розміщення цінних паперів. Вирішення цієї проблеми лежить у законодавчому визначенні й устанавленні поняття «андеррайтер», закріпленні процедур і розподілу відповідальності при здійсненні андеррайтингу у відповідних стандартах.

По-третє, необхідно відзначити наступну проблему фондового ринку України, яка почасти може бути вирішена шляхом розвитку андеррайтингу. Це високий ступінь всіх ризиків, пов'язаних із цінними паперами, а також нестабільність в рухах курсів акцій. Для фондового ринку характерні низькі інвестиційні якості цінних паперів і висока частка «чорного» і спекулятивного обороту. Механізм андеррайтингу надає гарну можливість заробити, не вдаючись до «тіньових» схем та спекуляції, що негайно позначиться на зниженні частки цих фінансових механізмів. Через широку доступність інформації, прозорість та

постійну взаємодію різних компаній і фінансових структур (у процесі утворення і роботи синдикатів) андеррайтинг сильно знизить ризики.

По-четверте, відсутність відкритого доступу до макро- і мікроекономічної інформації про стан фондового ринку, характерна для України, а також агресивність і гостра конкуренція при відсутності традицій ділової етики. При формуванні різних синдикатів і фінансових груп, андеррайтинг може допомогти згуртувати інвесторів та інших учасників ринку, встановити необхідні взаємовідносини.

Виділимо ряд особливостей, характерних для андеррайтингу в Україні:

по-перше, для фінансових посередників на українському ринку характерна недостатня капіталізація, непевність у майбутній ліквідності цінних паперів, що приводить до більш частого застосування андеррайтингу «на базі краших зусиль»;

по-друге, для української практики характерне недостатнє формування емісійних синдикатів. Частіше емітенти працюють із окремими інвестиційними компаніями, які не зв'язані одна з одною;

по-третє, в порівнянні з міжнародною практикою, досить значна частка емісії розміщається емітентами прямо за допомогою своїх фондових відділів, минаючи фінансових посередників;

по-четверте, нерозвинений конкурентний андеррайтинг.

Щоб бути здатним прийняти ці ризики, андеррайтер зобов'язаний створювати резерви на можливі втрати, адекватно рівню прийнятого ризику, що призводить до того, що розрахункова величина власних коштів (капіталу) андеррайтера знижується, результатом чого може стати порушення нормативів, установлених НБУ.

Висновки

Отже, дослідивши в статті проблемні питання, щодо шляхів удосконалення андеррайтингу як різновиду операцій банків із цінними паперами, можна зробити наступні висновки: гостра потреба економіки України в інвестиціях робить актуальним розвиток інституту андеррайтингу в нашій державі. Безумовно, для успішної діяльності інвестиційних банків, які мають свої технології, організаційну структуру, специфічні ризики, необхідна відповідна законодавча база, що регулює інвестиційно-банківську діяльність.

Розробка законодавчого регулювання андеррайтингової діяльності й використання повною мірою досвіду західних країн дозволить досягти як підвищення ефективності залучення інвестицій через механізм андеррайтингу, так і поліпшення фінансової стабільності і нагромадження капіталізації фондового ринку в цілому.

Література

1. Baron, D. P. *The Incentive Problem and the Design of Investment Banking Contracts* / D. P. Baron // *Journal of Banking and Finance*. - 1979. - №3. - P. 157-162.
2. Chincarini, L. *The Effects of Laddering and Spinning in Underwriter Manipulation of IPOs* / L. Chincarini, A. Etzkowitz, J. Kadish // *Michigan Journal of Business*. - 2012. - №5. - P. 43-60.
3. Freixas, X. D. *Microeconomics of banking* / X. D. Freixas, D. C. Rochet. - Cambridge: The MIT Press, 2008. - 348 p.
4. Ritter, J. *A Review of IPO: Activity, Pricing, and Allocations* / J. Ritter, I. Welch // *The Journal of Finance*. - 2002. - №57. - P. 1795-1828.
5. Sinkey, Joseph F. *Commercial Bank Financial Management* / Joseph F. Sinkey. - New Jersey: Prentice-Hall, Inc. A Pearson Education Company Upper Saddle Rive, 2001. - 696 p.
6. Верес, І. Я. *Правова природа договору андеррайтингу* / І.Я. Верес // *Часопис Академії адвокатури України*. - 2013. - №1. - С. 1-5.
7. Єріс, Л.М. *Андеррайтинг як засіб залучення додаткових фінансових ресурсів* / Л.М. Єріс // *Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць*. - Дніпропетровськ: ДНУ. - 2002. - №8. - С. 7 - 13.
8. Маслова-Юрченко, К. *Еволюція терміну «андеррайтинг» в законодавстві України* / К. Маслова-Юрченко // *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. - 2013. - №22. - С. 248-251.
9. Новиков, С. *Андеррайтинг в США и России* / С. Новиков, Ю. Сухановский // *Финансовый бизнес*. - 2007. - № 3. - С. 60-66.
10. Fyshchuk, I. *The Features of IPO Operations by Ukrainian Companies on International Stock Markets* / I. Fyshchuk // *European researcher*. - 2012. - №2(17). - P. 136-140.
11. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 року № 3480-IV [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

Автор: АЗІЗОВА Катерина Михайлівна
Харківський національний економічний університет
ім. С. Кузнеця, Харків, кандидат економічних наук,
доцент.
E-mail – azizova_em@mail.ru

Автор: ЧАБАНОВА Лілія Олександрівна
Харківський національний економічний університет
ім. С. Кузнеця, Харків, студент 4 курсу фінансового
факультету.
E-mail – chabanoba92@mail.ru

Автор: РАЦ Ольга Миколаївна
Харківський національний економічний університет
ім. С. Кузнеця, Харків, кандидат економічних наук,
доцент.
E-mail – olrats@ukr.net

Рецензент: д-р екон. наук, проф. О.М. Колодізев,
Харківський національний економічний університет
ім. С. Кузнеця, Харків.

АНДЕРРАЙТИНГ: СУТНІСТЬ, ФОРМИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ВПРОВАДЖЕННЯ В БАНКІВСЬКИЙ СЕКТОР УКРАЇНИ

К.М. Азизова, О.Н. Рац, Л.А. Чабанова

В статье исследуются сущность андеррайтинга как разновидности операций банков с ценными бумагами, его формы, наиболее значимые проблемы, которые можно решить с помощью развития андеррайтинга в Украине. На основании проанализированных данных в статье приведены практические рекомендации по развитию андеррайтинга при осуществлении банковской деятельности.

Ключевые слова: андеррайтер, андеррайтинг, банк, ценные бумаги, операции с ценными бумагами.

UNDERWRITING: ESSENCE, FORMS AND FEATURES of INTRODUCTION IN BANK SECTOR OF UKRAINE

K.M. Azizova, O.M. Rats, L.O. Chabanova

The article is sanctified to determination of features of introduction of underwriting as variety of operations of banks with securities. Essence of underwriting , and also two basic forms of underwriting , is certain: underwriting on the base of firm commitments and underwriting on the base of maximal efforts. Certainly, that there is an enormous amount of problems at the Ukrainian fund market, many from which it is possible to decide using experience of Europe and USA. The most meaningful problems over, which can be decided by means of development of андеррайтингу, are in-process brought . To them the small volumes of fund market and problem of unliquidity of funds, lack of development of legislative base, trade technologies, are attributed, absence of open access to macro- and microeconomic state information fund market. On the basis of certain problems of functioning of market of equities features which hinder to development of андеррайтингу as type of bank transactions in Ukraine are distinguished. Research of problem questions in relation to the ways of improvement of underwriting allowed to set, that successful activity of investment banks depends on overcoming of row of obstacles, which will assist the increase of efficiency of bringing in of investments through the mechanism of underwriting, to the improvement of financial stability of banks, piling up of capitalization of fund market.

Keywords: underwriter, underwriting, bank, securities, security-related operations.