

## **АНДЕРАЙТИНГ ТА ЙОГО РОЛЬ В РОЗВИТКУ РИНКУ КАПІТАЛУ УКРАЇНИ**

*Розглянуто значення операцій первинного розміщення цінних паперів (IPO) на ринку капіталу для економічного розвитку країни. Визначено роль андерайтингу в процесі проведення операцій IPO. З'ясовано, що основними андерайтерами на сучасному етапі розвитку фінансового ринку в Україні виступають банківські установи.*

### **Ключові слова**

*Фінансовий ринок, ринок капіталу, операції IPO, андерайтинг, андерайтер, банк, фінансова компанія.*

Як відомо, на сучасному етапі функціонування фінансовий ринок України відноситься до ринків, що розвиваються. Невисокі кількісні параметри не дають можливості в повній мірі проявитись загальним закономірностям розвитку фінансового ринку в процесі трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів в капітал. Для фінансового ринку України характерною є ситуація невисокого рівня капіталізації. При невисокому рівні капіталізації фінансовий ринок буде носити спекулятивний характер. Саме так характеризують фінансовий ринок більшість аналітиків. Підтвердженням цього є те, що на ринку переважають операції короткострокового характеру, а серед інвесторів перш за все ті, що зацікавлені у короткостроковому використанні капіталу. Такі операції не мають суттєвого впливу на економічне зростання.

Слід зазначити, що ситуація, яка складається сьогодні перш за все в реальному секторі економіки вимагає суттєвого зростання довгострокових джерел фінансування. Саме ці операції слід вважати продуктивними, оскільки вони забезпечують приріст у довгостроковому періоді. Цільове використання довгострокового капіталу спрямоване перш за все на оновлення технології виробництва,

що створює стабільну основу розвитку реального сектора виробництва. А це в свою чергу формує основу конкурентоспроможності окремих суб'єктів господарювання, так і економіки країни в цілому.

Банківські установи і суб'єкти господарювання реального сектора економіки сьогодні є недокапіталізованими, а отже, для підтримки високим темпів зростання валового внутрішнього продукту в країні найближчим часом повинні суттєво зрости обсяги довгострокових фінансових ресурсів, а саме повинно відбутись суттєве зростання власного капіталу та довгострокового позикового капіталу. Суттєве нарощення зазначених фінансових ресурсів може бути забезпечене, з одного боку, через розміщення емітованих пайових (акцій) та боргових (корпоративних облігацій) цінних паперів на ринку капіталу, з іншого боку, через використання довгострокових кредитів банків. У зв'язку з цим особливої актуальності на сьогодні набувають операції первинного розміщення цінних паперів на ринку капіталу.

Вивченню даної проблеми поступово починає приділятися все більше уваги як з боку науковців так і з боку фахівців фінансового ринку країни. В рамках дослідження стану фінансового ринку даній проблемі

приділяється увага з боку Драгуна Д., Корнеєва В., Ряботи В.

Значна кількість публікацій присвячена даній проблемі в роботах російських науковців, зокрема Міркіна Я., Зоріна А., Бочарової Н., Потьомкіна О. та інших.

Метою даного дослідження є з'ясування ролі операцій первинного розміщення цінних паперів для забезпечення економічного зростання країни, а також оцінка стану андерайтингу на сучасному етапі розвитку фінансового ринку України.

Підтвердженням необхідності суттєвого нарощення обсягів довгострокових джерел фінансування є проведений нами аналіз фінансової стійкості суб'єктів господарювання реального сектора економіки на основі даних Державного комітету статистики, який дозволив нам зробити наступні висновки: по-перше, коефіцієнт автономії свідчить про те, що суб'єкти господарювання входять у зону фінансової залежності від зовнішніх джерел фінансування. Безперечно, що залежність є ще не настільки високою, але формується негативна тенденція – за 2004 – 2006 роки коефіцієнт знижується з 0,47 до 0,45 при нормативному значенні на рівні 0,5, тобто суб'єкти господарювання реального сектора економіки не можуть повністю покрити залучені кошти. По-друге, обсяг власного оборотного капіталу має від'ємне значення в 2004 році -40150 млн. грн., в 2005 р. - 75358 млн. грн., в 2006 році - 81977 млн. грн. Тобто у підприємств не вистачає власного капіталу для фінансування поточних потреб, більше того, це свідчить про те, що у підприємств не вистачає власного капіталу для фінансування своїх необоротних активів, які за своєю природою є не чим іншим як виробничими потужностями, а отже, є основою для здійснення розширеного типу відтворення, кінцевим наслідком якого є зростання валового внутрішнього продукту країни. Викликає занепокоєння і той факт, що в динаміці зазначений показник в цілому за всіма видами діяльності погіршується з досить швидкими темпами. По-третє, окрім погіршення фінансової стійкості суб'єктів господарювання, паралельно погіршується і майновий стан. У структурі активів суб'єктів господарювання переважають необоротні активи, їх питома вага становить більше 50 %. Це пов'язано з тим, що в структурі суб'єктів господарювання за видами діяльності в Україні переважають саме підприємства промисловості, частка яких в обсязі ВВП країни становить близько 50 %. Основні засоби в Україні на сьогодні в середньому за різними видами економічної діяльності зношені на 50 %, тобто досягнуто критичне значення коефіцієнта зносу, при цьому в промисловості, сільському господарстві зазначений показник перевищив критичне значення. Таким чином найбільшим часом в країні необхідно оновити виробничі потужності на суму близько 300 млрд. грн. Якщо взяти до уваги структуру джерел фінансування то, з

одного боку, необхідно нарощувати довгострокові позикові кошти, але з урахуванням тенденції коефіцієнта автономії. Тому перш за все виникає необхідність у нарощуванні власного капіталу шляхом емісії акцій та отримання інвестицій. Порівнявши визначений обсяг необхідного фінансування з розміром валового внутрішнього продукту країни станом на 2006 рік – 535900 млн. грн., можна зробити висновок, що нам необхідно профінансувати суб'єкти господарювання в обсязі, що становить більшу половину обсягу ВВП країни.

Як було зазначено вище, банківська система країни є також недокапіталізованою, тобто і банки для ефективного подальшого функціонування і задоволення зростаючих потреб реального сектора економіки в довгострокових джерелах фінансування повинні наростити перш за все довгострокові джерела фінансування та власний капітал. Тобто, і банки на сьогодні зацікавлені в появі ефективного ринку капіталу. Отже, на сучасному етапі розвиток фінансового ринку підійшов до такого рівня, коли виникла суттєва необхідність диверсифікації джерел фінансування, а також зростання ролі пайового фінансування, в тому числі через публічне розміщення акцій [1, с. 4].

У зв'язку з вищезазначеним суттєво зростає значення процесу первинного публічного розміщення цінних паперів, або іншими словами операцій IPO (initial public offering). Операції IPO виконують ряд важливих функцій на макроекономічному рівні розвитку країни, а саме: по-перше, з їх допомогою в економіку країни залучаються значні інвестиції, що стимулюють економічне зростання, по-друге, сприяють переливу капіталу та структурній перебудові економіки, по-третє, виступають однією з головних умов розвитку ринку капіталу країни.

Важливу роль у процесі проведення операцій IPO відіграє андерайтер. Саме він здійснює функції щодо розміщення цінних паперів, підписує повідомлення про результати випуску, підтверджуючи тим самим достовірність та повноту всієї інформації, що міститься в даному документі. Більше того, андерайтер буде нести поряд з посадовими особами емітента при наявності звинувачень солідарну субсидіарну відповідальність за збитки, що спричинив емітент власнику цінних паперів внаслідок недостовірної та неповної інформації, що міститься в повідомленні про результати випуску [2].

Слід зазначити, що для підтримки достатньо високих темпів економічного розвитку країни перш за все реальний сектор економіки вимагає і буде вимагати суттєвих обсягів довгострокових фінансових ресурсів. На сьогодні українські банки мають незначні можливості щодо фінансування широкомасштабних інвестиційних проектів, які є капіталомісткими та довгоочікуваними. Найбільші інвестиційні проекти профінансовані вітчизняними банками коштують 30 – 50 млн. дол., при цьому

термін фінансування становить 5 – 7 років. Така ситуація перш за все обумовлена низьким рівнем власного капіталу. Якщо ж банки самі будуть використовувати довгостроковий позиковий капітал, то вони ризикують коштами своїх вкладників. На сьогодні однією з основних проблем, що потребує вирішення є саме наявність суттєвих ризиків, пов'язаних із розбалансуванням активів та пасивів за строками погашення. Все вищезазначене обумовлює необхідність нарощення власного капіталу та можливостей використання позикового капіталу з допомогою фінансового ринку країни. Крім того, використовуючи механізм IPO, банки можуть виходити на закордонні фондові біржі та залучати суттєвий за розмірами іноземний капітал у вітчизняну економіку [3, с. 4].

За інформацією, яка розміщена на офіційному сайті Асоціації українських банків, Україна на даний момент має практичний досвід здійснення банком первинного розміщення акцій, що дав позитивні результати. Зокрема, в квітні 2006 року РОДОВІД Банк провів первинне розміщення 19 % своїх акцій. Організатором та ексклюзивним агентом щодо розміщення пакета акцій була компанія «Dragon Capital». У результаті банк отримав капітал в обсязі 47 млн. дол., при цьому акції банку були розміщені серед 22 інвестиційних фондів та приватних інвесторів із Європейських країн та США.

Необхідно відзначити, що широкого розповсюдження набувають операції андеррайтингу корпоративних облігацій. До 2006 року конкуренція на даному ринку була досить невелика. Причина в тім, що більшість потенційних емітентів не зіштовхувалися з таким інструментом, як облігація. Та й самих емітентів було небагато. Із часом інструмент ставав усе більше розповсюдженим, і емітенти почали розглядати можливість співробітництва з банками, які надають більш привабливі умови розміщення. Емісія облігацій суб'єктами господарювання є альтернативою банківському кредитуванню і приваблива як для суб'єктів господарювання реального сектора економіки, так і для банківських установ. Випуск облігацій є більш дешевим джерелом отримання фінансових ресурсів, при цьому фінансування здійснюється не одним або двома банками, а групою інвесторів, в тому числі і іноземних. Крім того, емісія облігацій не впливає на структуру власності, що робить її значно вигідною з точки зору і власників суб'єкта господарювання, і його фінансових менеджерів. Лідерами в проведенні операцій з корпоративними цінними паперами на сьогодні є саме банківські установи: ЗАТ «АБ «ІНГ Банк Україна», ЗАТ «АКІБ «УкрСиббанк», ВАТ «АКБ «Укрсоцбанк», ВАТ «Райффайзен Банк Аваль», та ЗАТ «Перший український міжнародний банк».

Першу позицію в рейтингу андеррайтерів за підсумками першої половини 2007 року посідає ЗАТ «АБ «ІНГ Банк Україна» з обсягом 1,43 млрд. грн., йому належить і перша позиція в 2006 році.

Працюючи в основному з банківськими випусками, ЗАТ «АБ «ІНГ Банк Україна» продовжує впевнено лідирувати на ринку за рахунок більших обсягів даних позик. Другу позицію посідає ВАТ «Райффайзен Банк Аваль» з обсягом 919 млн. грн. (27-ма позиція в 2006 році). Такий прорив даний банк здійснив перш за все за рахунок трьох великих випусків власних облігацій на загальну суму 900 млн. грн. Тому якщо не буде нових випусків цінних паперів до кінця року, позиції банку можуть бути дещо нижчими. Третє місце в рейтингу андеррайтерів посідає ЗАТ «АКІБ «УкрСиббанк», що був лідером рейтингу "Сбондс-Україна" протягом 2003-2005 р. Як і в попередні періоди, даний банк є найбільш активним гравцем в роботі з «небанківськими» корпоративними випусками – у першому півріччі 2007 року банком розміщені цінні папери восьми емітентів на суму 882 млн. грн. На сучасному етапі обсяги випусків цінних паперів суб'єктів господарювання реального сектора економіки на українському ринку поки що нижчі, ніж у банківському секторі, що не дозволило зазначеному банку посісти перше місце в рейтингу.

У цілому перша п'ятірка українських інвестиційних банків розмістила в першій половині 2007 року 4,442 млрд. грн., або 81,9 % від усього обсягу розміщень. Такі великі обсяги операцій андеррайтингу першої п'ятірки рейтингу інвестиційних банків обумовлені розміщенням у першому півріччі великих банківських випусків і певною концентрацією послуг андеррайтингу в Україні. Але, незважаючи на це, даний сегмент ринку усе ще перебуває в стадії становлення, тому жорсткості конкуренції поки не відчувається, хоча основне коло андеррайтерів і організаторів поступово визначається більш чітко. Враховуючи все вищевикладене, можна зробити висновок, що коло учасників даного ринку знаходиться в стадії формування, а це, в свою чергу, означає, що з точки зору стратегічного розвитку можуть відбутись кардинальні зміни серед учасників.

Слід також враховувати той факт, що з прийняттям нової редакції Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» були внесені зміни і до обмежень обсягу випуску корпоративних облігацій, а саме в попередній редакції було визначено, що обсяг емісії облігацій не повинен був перевищувати 25 % статутного капіталу підприємств, в новій редакції обсяг емісії може становити суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається з цією метою третіми особами [4]. Дані зміни можуть суттєво вплинути на обсяги емісії корпоративних облігацій суб'єктів господарювання реального сектора економіки. Крім того, необхідно враховувати і той факт, що на сьогодні іноземні учасники на даному ринку представлені в основному через свої дочірні банки, а з врахуванням зростаючого інтересу іноземного капіталу до вітчизняної банківської системи в

стратегічному періоді можна очікувати їх появу на ринку андеррайтингу.

Отже, в результаті проведеного дослідження можна зробити наступні висновки: по-перше, значне нарощення довгострокових фінансових ресурсів для суб'єктів господарювання може бути забезпечене, з одного боку, через розміщення емітованих цінних паперів на ринку капіталу, з іншого боку, через використання довгострокових кредитів банків. По-друге, враховуючи показники фінансової стійкості

суб'єктів господарювання, виникає необхідність нарощення перш за все пайових цінних паперів. У зв'язку з цим особливої актуальності на сьогодні набувають операції первинного розміщення цінних паперів на ринку капіталу. По-третє, важливу роль у процесі проведення операцій IPO відіграють андеррайтери, серед яких на сьогодні в Україні переважають не фінансові компанії, а саме банківські установи.

## **Література**

1. Потемкин А. IPO вчера, сегодня, завтра // Актуальная тема. – 2005. – № 5. – С. 4–7.
2. Зорин А., Бочарова Н. Первичное публичное размещение (IPO по-русски) // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2006. – № 24. – [Цит. 2007, 10 жовтня]. – Доступен с: <[http://www.consult.skrin.ru/Publication\\_text.asp?id=5417](http://www.consult.skrin.ru/Publication_text.asp?id=5417).
3. Драгун Д. IPO. Як це відбувалося // Круглий стіл. – 2005. – № 9. – С. 4 – 6 .
4. Про цінні папери та фондовий ринок. Закон України від 23. 02. 2006. № 3480-IV. – [Цит. 2007, 8 серпня]. – Доступний з: < <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.