

УДК: [631.1:334]:336.7
DOI: 10.31891/2307-5740-2020-284-4(3)-62

СУСЛІКОВ А.
ННЦ «Інститут аграрної економіки»

РОЗВИТОК АНДЕРРАЙТИНГУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ КОРПОРАТИВНИХ АГРАРНИХ ПІДПРИЄМСТВ

У статті досліджено стратегічні напрями розвитку андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств в контексті підвищення їх ринкової капіталізації. Визначено стратегічні переваги андеррайтингу цінних паперів для залучення корпоративними аграрними підприємствами України капіталу на українському та зарубіжних фондових ринках: залучення інвесторів, особливо іноземних, зниження вартості капіталу, зниження ставок кредитування, поліпшення корпоративного управління, підвищення іміджу компанії, спрощення доступу до міжнародних ринків, зниження ризиків. До вад андеррайтингу віднесено часткову втрату компанією свободи, контролю і закритості. Обґрунтовано напрями підвищення ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств в умовах розвитку андеррайтингу. Показано, що ефективність андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств є ключовим чинником забезпечення успішної емісії цінних паперів на фондовому ринку. Розроблено механізм формування ефективності розвитку андеррайтингу цінних паперів в контексті підвищення ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств. Показано, що ефективність андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств формується залежно від компетентності андеррайтера, раціонального вибору фондової біржі, побудови оптимальної стратегії розвитку компанії та стратегічного плану виходу на ринок капіталу, рекламної діяльності, особливо під час процедур дью-ділідженс, конкурентоспроможності й бізнес-іміджу підприємства. Запропоновано методичний підхід до оцінювання ефективності андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств, що дає змогу обґрунтовувати емісійні рішення, здійснювати стратегування алокації оптимального обсягу фінансових ресурсів, більш раціонально залучати інвесторів та їх капітал, проводити науково обґрунтований моніторинг результатів емісії акцій. Проаналізовано ефективність андеррайтингу й розміщення акцій корпоративних аграрних підприємств на міжнародних фондових біржах.

Ключові слова: андеррайтинг; цінні папери; акції; фондовий ринок; корпоративні аграрні підприємства; ефективність.

A. SUSLIKOV
NSC "Institute of Agrarian Economics"

DEVELOPMENT OF SECURITIES UNDERWRITING OF CORPORATE AGRICULTURAL ENTERPRISES

The article studies the strategic directions for development of securities underwriting of corporate agricultural enterprises in the context of increasing its market capitalization. The strategic advantages of securities underwriting for attracting capital by corporate agricultural enterprises of Ukraine in the Ukrainian and foreign stock markets have been identified: attracting investors, especially foreign ones, reducing the cost of capital, reducing lending rates, improving corporate governance, enhancing the company's reputation, simplifying access to international markets, and reducing risks. The author identifies the disadvantages of underwriting as a partial loss of freedom, control and privacy by a company. The directions of increasing the market capitalization of corporate agricultural enterprises in the context of underwriting development have been substantiated. It has been shown that the efficiency of underwriting securities of corporate agricultural enterprises is a key factor in ensuring the successful issue of securities in the stock market. The mechanism for forming the efficiency of securities underwriting development in the context of increasing the market capitalization of corporate agricultural enterprises has been developed. It has been shown that the efficiency of underwriting securities of corporate agricultural enterprises is formed depending on the competence of the underwriter, rational choice of the stock exchange, building an optimal development strategy for the company and a strategic plan for entering the capital market, advertising activities, especially during due-diligence procedures, competitiveness and business reputation of the enterprise. A methodical approach to assessing the effectiveness of underwriting securities of corporate agricultural enterprises has been proposed, which allows to substantiate issuance decisions, to strategize the allocation of the optimal amount of financial resources, to attract investors and their capital more rationally, and to conduct scientifically based monitoring of the results of the share issue. The efficiency of underwriting and placement of shares of corporate agricultural enterprises on international stock exchanges has been analyzed.

Key words: underwriting; securities; shares; stock market; corporate agricultural enterprises; efficiency.

Постановка проблеми у загальному вигляді

та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями

Ринок цінних паперів покликаний виконувати стратегічне завдання – подолання інвестиційної кризи, акумуляцію вільних грошових ресурсів для спрямування їх на розвиток корпоративних суб'єктів господарювання. Своєю чергою, андеррайтинг має сприяти зростанню ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств.

Андеррайтинг цінних паперів корпоративних аграрних підприємств являє собою процес визначення і оцінки ризиків та потенційних доходів від інвестування у цінні папери, які емітовані ними. Таку оцінку проводять фінансові аналітики, інвестиційні банки або рейтингові агентства.

Розвиток андеррайтингу цінних паперів в Україні задекларований Стратегією розвитку фінансового сектору України до 2025 року в частині формування інноваційних фінансових ринків. Однак, через повну деградацію фондового ринку, реалізація цих стратегічних цілей істотно гальмується.

Зважаючи на значущість андеррайтингу у розвитку фондового ринку та корпоративних аграрних підприємств, обрана тема дослідження є актуальною і доточною.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Дослідженню проблем розвитку андеррайтингу цінних паперів присвячені праці Дж. Макдоналда, А. Фішера, Дж. Ріттера, Р. Беаті, К. Рока, Р. Хансена, Дж. Ван Хорна, Д. Барона, І. Уелча, Ф. Аллена. Серед вітчизняних вчених андеррайтинг досліджували І. Школьник, Г. Шовкопляс, О. Петухова, О. Кнейслер, К. Маслова-Юрченко, Н. Ткаченко, Н. Внукова, Л. Шірінян. Науковцями сформований загальний методологічний базис андеррайтингової діяльності, досліджені його особливості на фондових ринках Європи і США, а також поведінка андеррайтерів за різних сценаріїв проведення IPO компаній.

Фінансові аспекти діяльності корпоративних аграрних підприємств були предметом наукових пошуків А. Гуторова, І. Зеліско, А. Данкевича, Н. Давиденко, Ю. Лупенка, М. Пугачова, М. Кісіля. Учені визначили джерела формування інвестиційних ресурсів агрокорпорацій, ґрунтовно дослідили стратегії фінансового забезпечення їх сталого розвитку.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття

Не зважаючи на істотний науковий доробок, малодослідженими залишилися стратегічні напрями підвищення ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств в умовах розвитку андеррайтингу, методичні засади формування ефективності розвитку андеррайтингу цінних паперів в контексті підвищення ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств. На розв'язання цих проблем і спрямована стаття.

Формулювання цілей статті

Метою дослідження є обґрунтування стратегічних напрямів розвитку андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств в контексті підвищення їх ринкової капіталізації.

Виклад основного матеріалу

Загальною метою андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств є забезпечення фінансової стабільності, розширення можливостей для розвитку, покращення корпоративного управління та залучення інвестицій, що сприяє збільшенню капіталізації цих підприємств і розвитку аграрного сектора в цілому. Саме андеррайтинг сприяє набуттю ринкової вартості (капіталізації), чого не дозволяють інші інструменти.

До стратегічних переваг андеррайтингу цінних паперів для залучення корпоративними аграрними підприємствами України капіталу на українському і зарубіжних фондових ринках слід віднести:

– Залучення інвесторів, особливо іноземних. Андеррайтинг надає інвесторам детальну інформацію про фінансовий стан підприємства, ризики та перспективи розвитку. Це підвищує довіру інвесторів до агрокомпаній і стимулює їх інтерес до інвестування. До того ж андеррайтинг сприяє залученню інвестицій у майбутньому на більш вигідних умовах. Набуття статусу публічної компанії зазвичай супроводжується зростанням її чистої вартості та власних коштів, що дає змогу у майбутньому залучати фінансові ресурси на вигідніших умовах. Якщо попит на акції зберігається високим, то компанія має можливість на вигідних умовах здійснювати додаткові емісії. Андеррайтинг забезпечує ліквідність активів власників підприємства, тому що ціна компанії публічна і визначається ринком. Інвестори зазвичай віддають перевагу цінним паперам публічних компаній завдяки більшій довірі, високій репутації через діловий досвід, статусу публічної компанії, доступності інформації, підвищеним вимогам бірж та інших регулювальних інституцій до таких підприємств, складанню фінансової звітності за міжнародними стандартами, що своєю чергою є чинниками прозорості емітента.

– Зниження вартості капіталу. Підвищення інвестиційного рейтингу компанії за рахунок андеррайтингу може знизити вартість капіталу підприємств, оскільки вищий рейтинг вказує на нижчі ризики для інвесторів. Це дозволяє підприємствам залучати кошти за більш вигідних умов.

– Зниження ставок кредитування. Високий рейтинг підприємства під час андеррайтингу дає змогу компаніям отримувати кредити за більш низькими ставками, що зменшує витрати на фінансування та підвищує їхню конкурентоспроможність.

– Поліпшення корпоративного управління. Для отримання високого рейтингу під час проведення андеррайтингу аграрні підприємства часто змушені удосконалювати свої структури управління, покращувати звітність та контроль за діяльністю. Це забезпечує більш ефективне ведення бізнесу та сприяє зростанню довіри і залученню інвесторів.

– Підвищення іміджу компанії. Андеррайтинг сприяє поліпшенню корпоративного іміджу, оскільки при оголошенні IPO фінансова спільнота та преса привертають увагу до компанії. Біржа, на якій котируються цінні папери компанії, зацікавлена у збільшенні обсягів торгів її акціями, а отже, проводить додатковий активний маркетинг, який не завжди доступний самій компанії-емітенту. Збільшення кількості потенційних акціонерів сприяє розширенню масштабів бізнесу. Відтак метою багатьох публічних компаній є отримання біржового лістингу, що значно полегшує торгові операції з корпоративними акціями та забезпечує публічне визнання, оскільки біржовий лістинг сприймається як показник надійності, масштабів

та фінансових можливостей компанії. Розміщення акцій на біржі сприяє залученню талантів та мотивації персоналу.

– Спрощення доступу до міжнародних ринків. Високий рейтинг дозволяє аграрним підприємствам залучати інвестиції на міжнародних фондових ринках та здійснювати публічне розміщення акцій, що розширює їх можливості для розвитку.

– Зниження ризиків. Андеррайтинг надає інвесторам додаткову інформацію про ризики і перспективи розвитку аграрного підприємства, що допомагає знизити невизначеність інвесторів і сприяє залученню капіталу.

Отже, переваги андеррайтингу при проведенні IPO та SPO зводяться до залучення безстрокового капіталу та іміджевих переваг при набутті компанією публічного статусу.

До недоліків андеррайтингу, як і IPO, належать часткова втрата компанією свободи, контролю і закритості. До і після публічного розміщення акцій компанія змушена детально висвітлювати всі основні аспекти своєї діяльності, всі зміни, при цьому інформація, що ретельно приховувалася раніше, стає доступною широкому колу користувачів, серед яких є і конкуренти, і клієнти, і співробітники компанії.

Успішність андеррайтингу у зарубіжній корпоративній практиці певною мірою залежить від репутації андеррайтера [1]. Після фінансової кризи 2007–2008 рр., у ЄС різко зріс попит на послуги андеррайтингу серед корпорацій при виході на фондові ринки. В умовах високої волатильності фондових ринків та посилення глобальних ризиків нині зростає увага до платажів, які андеррайтери стягують з емітентів за надані їм послуги. Окремі науковці та експерти фінансових регуляторних органів схильні критикувати збільшення комісій за послуги андеррайтингу і наголошують на провідній ролі конкуренції на ринку андеррайтингових послуг і ефективності залучення капіталу.

Корпорації, що виходять на біржу, стикаються з невизначеністю та асиметрією інформації. Для того, щоб знизити ризики та залучити більше інвесторів, корпорації можуть використовувати різні інструменти. Одним із таких інструментів є співпраця емітентів із перевіреними андеррайтерами з надійною репутацією, що сприяє підвищенню довіри до цінних паперів з боку потенційних інвесторів [2].

Андеррайтери (інвестиційні банки) виступають посередниками між інвесторами та корпораціями-емітентами під час первинного і вторинного розміщення акцій. Роль андеррайтерів на фондовому ринку є істотною через те, що вони діють як «сертифікуючі агенти» під час оцінки IPO [3]. Це зменшує інформаційну асиметрію між компаніями та інвесторами у пропозиції акцій. Також андеррайтери відповідальні за пакетну пропозицію кількох послуг під час емісії цінних паперів [4]. Це підвищує привабливість акцій емітента для інвестора. Андеррайтери встановлюють ціни на IPO та послуги, що надають, тим самим фактично продаючи свій репутаційний капітал на фондовому ринку [5].

Доходи андеррайтера залежать від їх репутації, яка є цінним активом на ринку акціонерного капіталу. Вибір андеррайтера приводить до формування попиту на рейтинги, які відображають репутацію та дають змогу порівнювати андеррайтерів при виході на фондові біржі. Подібні дослідження представлені у наукових працях зарубіжних фахівців, зокрема, присвячених США, де інвестиційні банки виводять компанії на NYSE або NASDAQ.

Під час глобальної фінансової кризи 2007 р. фондові ринки стикнулися з посиленим тиском. Дослідники та регулятори звернули увагу на те, чи беруть на себе андеррайтери ризики емітентів, оскільки комісії за послуги андеррайтингу суттєво зросли. Провідні інвестиційні банки при цьому посилили свою переговорну силу завдяки своїм значним активам, створивши синдикати андеррайтерів і монополізувавши ринок цих послуг.

Особливістю IPO є нерівномірність обсягів залученого капіталу, що підтверджується емпіричними науковими дослідженнями. Так, Л. Філд і М. Лоурі довели, що у 1980–2000 рр. 100 найкращих IPO заробили понад 1000% за перші три роки торгівлі [6]. Як наслідок, лише ті інвестори, що спроможні не відсіювати потенційні найефективніші IPO, змогли раціонально інвестувати в цей ризикований клас активів. Тому нині роль андеррайтерів на європейських фондових ринках є вирішальною. Корпорації залучають престижні інвестиційні банки для проведення IPO, що є своєрідним доказом надійності для потенційних інвесторів.

На ринках, де інвестори стикаються з певним ступенем невпевненості щодо вигоди пропозиції, особливо з боку маловідомих компаній, важливу роль відіграє репутація андеррайтера. Для оцінки репутації інвестиційних банків часто використовуються рейтинги, підготовлені консалтинговими фірмами та іншими авторитетними організаціями. На європейському фондовому ринку нині є проблема методології вимірювання репутації андеррайтерів. Це зумовлено тим, що європейський ринок андеррайтингу не настільки інтегрований, як у США; існуючі методики визначення рейтингу адаптовані більше до американської практики, а не до європейської; використання американських рейтингів не враховує того простого факту, що деякі андеррайтери не працюють у США, а тому не мають відповідних оцінок ділової активності і надійності. Відтак існуючі рейтинги, що використовуються для класифікації андеррайтерів, не можуть об'єктивно оцінити репутацію андеррайтерів, які виводять компанії на біржу в Європі, а виміряти частку ринку не можна достовірно без урахування ринкових сегментів.

У вузькому сенсі дослідження здатності компаній ефективно залучати капітал на фондовій біржі означає дослідження того, чи андеррайтери отримують належну платню за прийняття ризику та інші послуги.

З позиції інституційного акціонера, вирішальну роль відіграє оборот та збільшення кількості акцій у власності. Однак часто не враховується той факт, що інституційні акціонери можуть отримати вигоду від своєї ролі як інвесторів у компанію-емітента, прагнучі збільшити капітал якомога дешевше, так і як субандеррайтерів, сприяючи максимізації комісійної винагороди.

Досвід інвестиційних банків свідчить, що більш прозора система андеррайтингу, зокрема регулювання комісій за андеррайтинг, забезпечення стабільності цін акцій, включених до лістингу, підвищення незалежності андеррайтерів при розподілі акцій та забезпечення професійних здібностей андеррайтерів, позитивно впливає на ринок IPO в цілому та залучення капіталу корпораціями, а також визначає доходи самих андеррайтерів.

Компанії, що виходять вперше на фондовий ринок, а також продовжують розширюватися, сприяють зростанню попиту на капітал та послуги андеррайтингу одночасно. Компанія-емітент перед розміщенням акцій на фондовому ринку має отримати консультацію та рекомендацію андеррайтера, в ході якого андеррайтер консультує потенційного емітента з питань дотримання вимог, законів та правил, домовляється з компанією-емітентом про ціну акцій та рекомендує акції інвесторам і сприяє продажу акцій.

Андеррайтинг сприяє подоланню негативних чинників, що гальмують розвиток ринку цінних паперів в Україні, зокрема високої економічної та політичної нестабільності, інфляції і зниження ВВП, падіння кредитного рейтингу України тощо.

До того ж андеррайтинг опосередковано сприяє підвищенню капіталізації фондового ринку в цілому та корпоративних аграрних підприємств зокрема, зростанню міжнародних рейтингів, підвищенню інвестиційної привабливості і надійності. Випуск цінних паперів агрокорпорацій із залученням андеррайтерів потребує також формалізації процедур ухвалення інвестиційних рішень, стандартизації норм емісії.

На зростання ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств позитивний вплив чинить підвищення попиту на агропродукцію на іноземних ринках та надходження валютної виручки у країну, концентрація пакетів акцій підприємств у руках ефективних власників, які зосереджені на стратегічному розвитку підприємств, інвестиціях у модернізацію виробничих потужностей, розширення асортименту продукції. Розвиток законодавства в сфері корпоративного управління також сприяє більшій відкритості агрокорпорацій і кращому захисту прав міноритарних акціонерів (рис. 1).

Проведення андеррайтингу є складним процесом, на який компанія витрачає великі гроші, час та зусилля. Тому до IPO необхідно ретельно готуватися, щоб усі переваги не перетворилися на недоліки. У вітчизняній практиці всі аграрні компанії, що пройшли процедуру андеррайтингу, отримали повною мірою всі переваги цього інструменту. Однак невіддале IPO можливе, якщо стратегія розвитку компанії не продумана, якщо вихід на фондовий ринок є передчасним, а також внаслідок інших хибних дій топ-менеджменту. Такі компанії лише погіршують своє фінансове становище (через високі витрати на андеррайтинг) та отримують управлінські проблеми (через втрату частини контролю над компанією).

Нестабільний розвиток розміщення акцій та залучення інвестицій аграрними підприємствами в Україні пояснюється недостатнім розвитком та досвідом корпоративного управління, недоліками законодавства про ринок цінних паперів, недостатнім досвідом українських банків-андеррайтерів у розміщенні акцій, нестабільним розвитком вітчизняного фондового ринку та його інфраструктури.

В Україні наявна єдина система обліку прав на цінні папери. Центральний депозитарій провадить діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів, розміщених в Україні та за її межами, та корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах клієнтів відповідно до компетенції щодо обліку цінних паперів, встановленої Законом України «Про депозитарну систему України» (№ 5178-VI від 06.07.2012 р.). Це сприяє надійному захисту прав акціонерів та підвищенню їх довіри до вітчизняного ринку цінних паперів.

На нашу думку, створення повноцінного інституту андеррайтингу в Україні може сприяти розв'язання низки стратегічних проблем розвитку корпоративних суб'єктів господарювання, зокрема в аграрному секторі економіки:

– Розвиток національного фондового ринку і зменшення залежності від іноземних бірж. Завдяки андеррайтингу зростають обсяги емісії цінних паперів та підвищується швидкість і якість їх обертання на фондовому ринку. Як наслідок зростає рівень капіталізації підприємств, а рівень офшоризації економіки (за умов прогресивної податкової і фінансової політики) знижується;

– Формування інноваційних механізмів ринкової торгівлі цінними паперами, розвиток інформатизації фондового ринку та фінансової інклюзії. Завдяки андеррайтингу можливий пришвидшений розвиток відкритої архітектури фінансового ринку, забезпечення розвитку цифрових технологій та платформ регуляторів, підвищення доступності та рівня користування фінансовими послугами і загальної цифровізації економіки;

– Підвищення рівня корпоратизації провідних секторів економіки. Доступність і полегшений вихід на фондовий ринок сприятиме створенню більшої кількості публічних акціонерних товариств, а відтак і припливу інвестицій у їх розвиток;

– Зниження інвестиційних ризиків деривативів і волатильності фондового ринку. Завдяки конкурентному фінансовому посередництву й інформаційній функції андеррайтингу на фондовому ринку

знижується рівень тінізації, що приводить до зменшення загальної ризикованості інвестування у цінні папери і вирівнювання коливань курсів акцій;

– Підвищення ліквідності активів корпоративних суб'єктів господарювання. Андеррайтери, забезпечуючи якісний провайдинг на біржовому ринку деривативів позитивно впливають на асортимент і обсяг емісії цінних паперів, що підвищує інвестиційну привабливість компаній, загальну їхню ліквідність та обсяги залучених коштів;

– Модернізація механізмів державного контролю і регулювання фондового ринку завдяки спрощенню стандартизації й реєстрації емісійних угод з частковим перекладанням регуляторних функцій на інститут андеррайтингу;

– Консолідація інституційних інвесторів та підвищення довіри до національного фондового ринку й корпоративних емітентів. Формування синдикатів андеррайтерів сприяє консолідації інвестиційних інститутів, підвищенню довіри до них на напрацювання ефективних «правил гри» на фондовому ринку. Однак, реалізація цього можлива лише за дієвої регуляторної фінансової і антимонопольної політики держави.

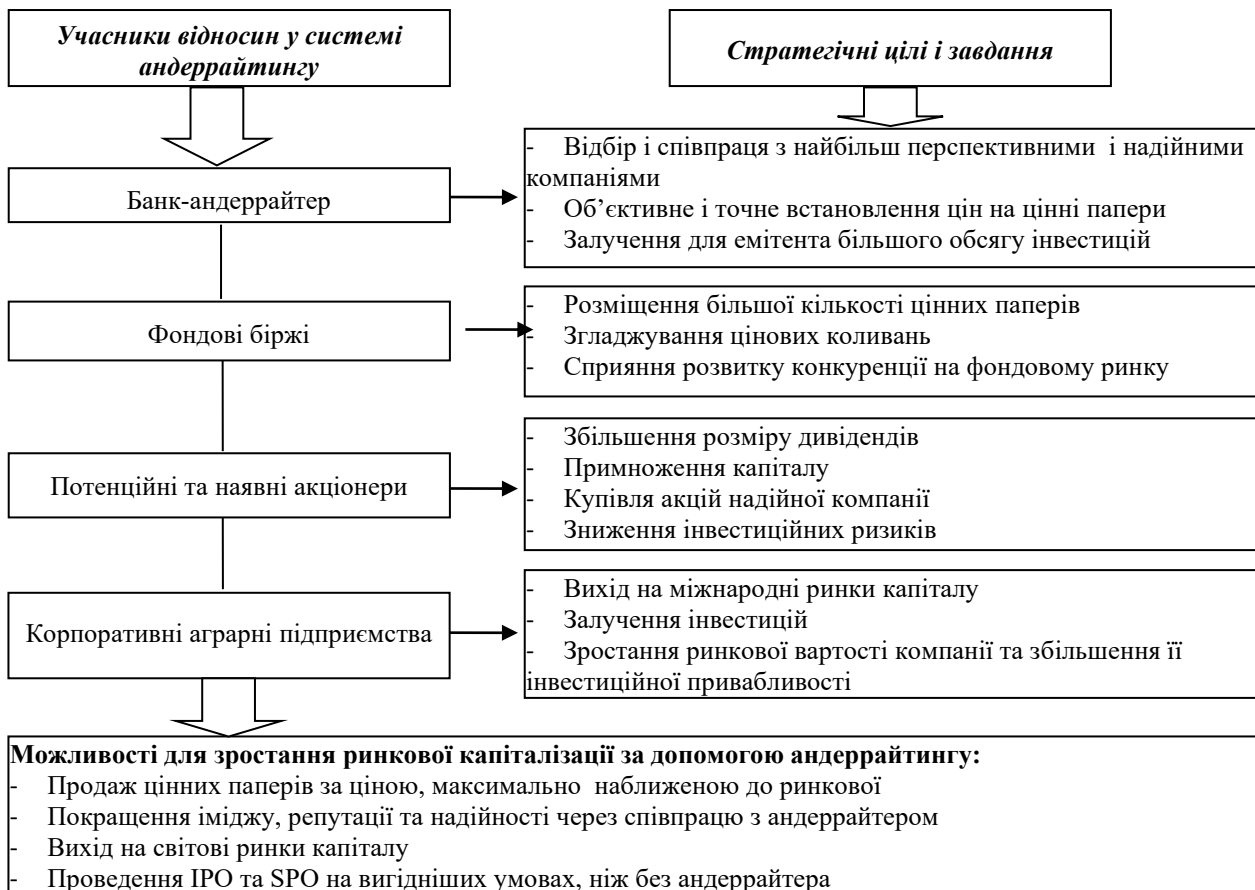


Рис. 1. Стратегічні напрями підвищення ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств в умовах розвитку андеррайтингу

Джерело: розроблено автором.

Ефективність андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств є ключовим чинником забезпечення успішної емісії цінних паперів на фондовому ринку (рис. 2). Андеррайтинг тут виступає як процес визначення оптимальної ринкової ціни для емітованих цінних паперів з метою забезпечення їх успішного розміщення на ринку. У даному контексті, ефективність андеррайтингу обумовлює ступінь досягнення мети емісії – привернення необхідного обсягу коштів при мінімізації витрат та ризиків.

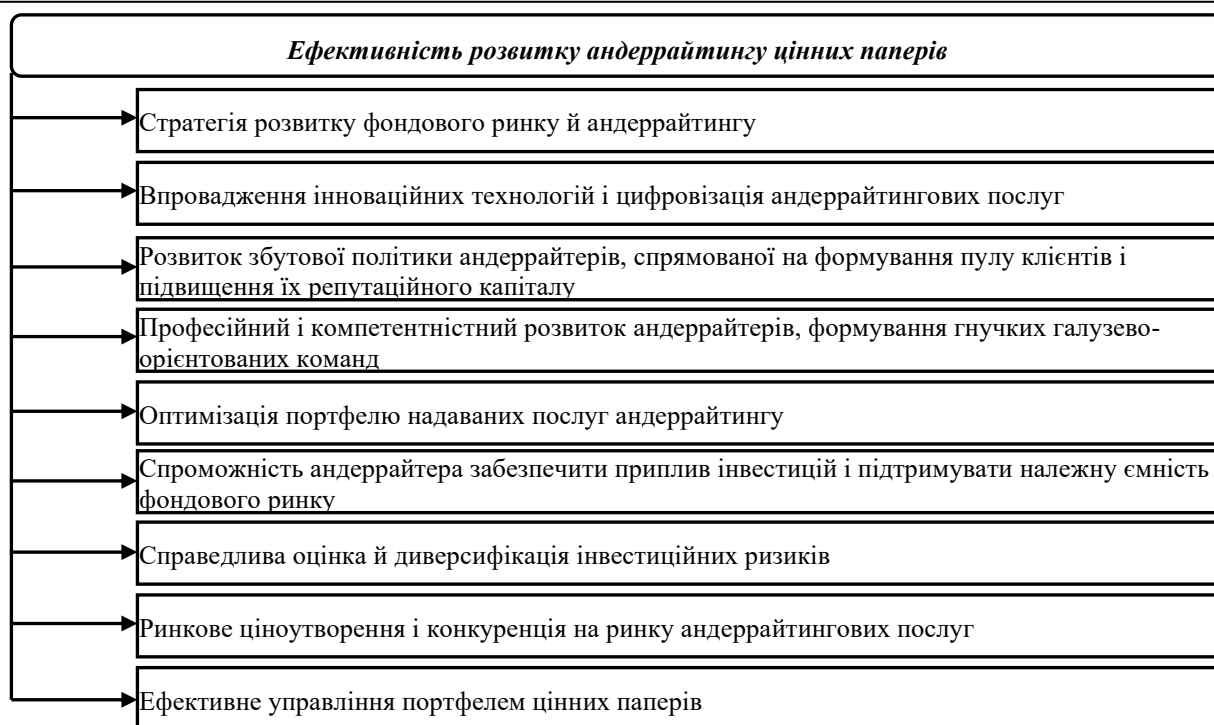


Рис. 2. Формування ефективності розвитку андеррайтингу цінних паперів в контексті підвищення ринкової капіталізації корпоративних аграрних підприємств

Джерело: розроблено автором.

Стратегія розвитку фондового ринку й андеррайтингу повинна сприяти інституціоналізації й конкурентоспроможності цих відносин, враховуючи галузеві й національні аспекти діяльності, інвестування й трейдингу.

Впровадження інноваційних технологій і цифровізація андеррайтингових послуг. Біржова торгівля цінними паперами і страхування ризиків як сфери діяльності, що базуються на великих масивах динамічних даних, є одними з найвимогливіших з погляду потреб потужної обчислювальної техніки й інформаційних каналів зв'язку. При цьому люди вже не в змозі самостійно видобувати і якісно інтерпретувати дані, які використовуються під час біржової торгівлі й андеррайтингу. Відтак зростає тенденція до використання штучного інтелекту й машинного навчання для належного видобування даних, аналізу та побудови відповідних моделей.

Розвиток збутової політики андеррайтерів, спрямованої на формування пулу клієнтів і підвищення їх репутаційного капіталу. Провідні андеррайтери мають прагнути аби їхні андеррайтингові потужності були завантажені до раціонального максимуму, а системи комісійної винагороди були створені з достатніми стимулами для забезпечення прибутковості бізнесу й ефективності інвестиційних стратегій клієнтів.

Професійний і компетентнісний розвиток андеррайтерів, формування гнучких галузеворієнтованих команд. Дисципліна, точність, галузева фаховість і навички ведення переговорів є критично важливими для андеррайтингу цінних паперів. Корпоративний суб'єкт господарювання як клієнт також повинен забезпечити достатній зворотній зв'язок з андеррайтерами. Андеррайтери при цьому є сполучною ланкою між іншими працівниками клієнта (аналітики ризиків, бухгалтери, актуарії, контролери, менеджери тощо), тому дуже важливо, щоб вони були достатньо мотивовані, їхні навички й компетентності підвищувалися, а командна робота ефективно виконувалася протягом усього процесу андеррайтингу й пост-андеррайтингу.

Важливим тактичним рішенням для андеррайтера є оптимізація портфелю надаваних послуг. Занадто вузький асортимент послуг не буде привабливим для клієнтів, а дуже великий – занадто дорогим. Андеррайтер повинен вміти правильно діяти і, відповідно до вимог клієнтів і брокерів, створювати рішення, які задовольняють попит на андеррайтингові послуги з боку клієнта і є прийнятними для обох сторін.

Андеррайтер має працювати з усвідомленням його спроможності забезпечити приплив інвестицій і підтримувати належну ємність фондового ринку, щоб не наражати себе на надмірний ризик збитків через невиконання договірних умов. При розрахунку премій андеррайтер повинен враховувати інші альтернативи покриття фінансових й інвестиційних ризиків, щоб запропоноване ним рішення було прийнятним як для біржових брокерів, клієнта, так і для інвесторів.

Справедлива оцінка й диверсифікація інвестиційних ризиків. Успішні андеррайтери здатні використовувати всю необхідну інформацію для визначення тих ризиків, які з більшою ймовірністю, ніж очікує ринок, принесуть їм прибуток. Це потребує створення високої кваліфікації команди андеррайтерів, набуття досвіду посередницької діяльності та формування пулу довірених біржових брокерів.

Ринкове ціноутворення і конкуренція на ринку андеррайтингових послуг. Для забезпечення ефективності діяльності як андеррайтера, так і його клієнтів необхідна досконала конкуренція на ринку андеррайтингових послуг. Однак, зважаючи на роль репутаційного капіталу андеррайтерів, їх об'єднання у синдикати, розмір премії за андеррайтинг визначається з урахування лобістських можливостей андеррайтера.

Ефективне управління портфелем цінних паперів передбачає, що андеррайтери повинні добре розуміти сферу бізнесу, в якій вони працюють, щоб правильно оцінити тенденції ризиків у цьому сегменті і таким чином діяти прибутково для свого замовника. Стратегічною ціллю при цьому є створення й підтримка прибуткового портфеля цінних паперів в довгостроковій перспективі.

Для успішного андеррайтингу важливо проводити детальний аналіз фінансового стану підприємства, його потенціалу та можливостей росту. Фінансові аналітики та юристи забезпечують компетентний підхід до визначення оптимальної ринкової ціни та підтримання репутації підприємства, що є факторами успішного андеррайтингу.

На жаль, в Україні донині бракує комплексних методичних підходів до оцінювання економічної ефективності андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств, яка б забезпечила кількісну оцінку результатів і вигід, отриманих компанією в результаті емісії цінних паперів на фондовому ринку. На нашу думку, такий методичний підхід має базуватися на аналізі абсолютних і відносних фінансових показників і показувати ефективність використання коштів, одержаних від інвесторів.

Абсолютні показники ефективності емісії акцій корпоративного аграрного підприємства охоплюють:

1. Обсяг залучених інвестицій (*FR*), що визначається як загальний обсяг коштів, залучених підприємством внаслідок розміщення цінних паперів на фондовому ринку.

У системі андеррайтингу цінних паперів, валовий дохід від андеррайтингу (*UI*) може бути визначений за формулою (1).

$$UI = (SP - IP)NSS, \quad (1)$$

де *IP* – початкова ціна акції (номінальна вартість); *SP* – біржова ціна акції (ціна продажу на момент закриття торгів); *NSS* – кількість проданих акцій під час обумовленого у договорі андеррайтингу часового інтервалу обслуговування емісії.

Величини обсягу залучених інвестицій та доходу від андеррайтингу мають прямувати до рівності.

2. Разові витрати на андеррайтинг (*OTUC*), що включають витрати на фінансовий аналіз, правове консультування, оцінку активів підприємства та інші витрати, пов'язані з підготовкою й здійсненням емісії цінних паперів.

3. Витрати на обслуговування емісії (*OSC*) – витрати на ведення бухгалтерського обліку за МСФО, звітності, документообігу, а також виплати дивідендів тощо.

4. Загальні витрати на андеррайтинг (*TUC*), що включають разові витрати на андеррайтинг, витрати на обслуговування емісії, а також інші комісії й винагороди, виплачені агентам з андеррайтингу за послуги з підготовки та розміщення цінних паперів на фондовому ринку (якщо такі передбачені договором андеррайтингу).

5. Валовий дохід від розміщення акцій (*GISP*) – являє собою добуток кількості розміщених акцій на їх ринкову вартість у перший день торгів.

6. Чистий дохід від розміщення акцій (*NISP*) – різниця між валовим доходом від розміщення і загальними витратами на андеррайтинг.

7. Ринкова капіталізація підприємства (*MC*) – визначається як загальна ринкова вартість підприємства на основі ціни акцій та їх кількості у вільному обігу на фондовому ринку.

8. Скоригований чистий прибуток (збиток) підприємства (*ANP*) у розумінні МСБО № 33 «Прибуток на акцію».

9. Ринкова вартість підприємства (*EV*) – являє собою ринкову оцінку вартості фірми з урахуванням усіх джерел її фінансування (звичайних і привілейованих акцій, долі меншини, боргових зобов'язань, без урахування грошових коштів та їх еквівалентів).

10. Часовий інтервал обслуговування емісії – показує наскільки швидко цінні папери були розповсюджені на фондовому ринку і визначається як дата закінчення розповсюдження – дата початку розповсюдження акцій.

Відносні показники ефективності емісії акцій корпоративного аграрного підприємства включають:

1. Рівень рентабельності андеррайтингу (*UP*) для корпоративного аграрного підприємства:

$$UP = \frac{FR}{TUC} 100\%. \quad (2)$$

Слід зазначити, що на думку Дж. ван Хорна, для визначення відносного рівня ефективності андеррайтингу (2), достатньо обсяг коштів, що буде залучений шляхом емісії цінних паперів, розділити на витрати участі банку-андеррайтера [7]. Водночас, більш пізні дослідження вчених і андеррайтерів свідчать, що формула (2) на практиці трансформується для врахування лобістської квазіренти [8] і набуває вигляду (3).

$$UP = \frac{FR}{TUC} \cdot L \cdot 100\%, \quad (3)$$

де L – коефіцієнт лобістської квазіренти андеррайтера, $L > 1$.

Якщо відома величина доходу від андеррайтингу (1), то у формулах рівня рентабельності андеррайтингу обсяг залучених інвестицій замінюється на відповідний дохід від андеррайтингу:

$$UP = \frac{UI}{TUC} (L) 100\%. \quad (4)$$

У цілому, рівень рентабельності андеррайтингу показує, скільки інвестицій було залучено на 1 грн витрат, пов'язаних із процедурою андеррайтингу і супровідними бізнес-процесами усередині компанії. За умов розрахунку за формулою (4), цей показник відображає ефективність управлінських рішень андеррайтера з точки зору доходів та витрат.

2. Мультиплікатор EV/NP – показує частку чистого прибутку, яку інвестор може одержати після придбання компанії за її ринковою вартістю.

$$EV / NP = \frac{EV}{ANP}. \quad (5)$$

3. Співвідношення вартості підприємства та його ринкової капіталізації (EV/MC).

$$EV / MC = \frac{EV}{MC}. \quad (6)$$

4. Рівень залучення капіталу від емісії (CRI).

$$CRI = \frac{FR}{MC} 100\%. \quad (7)$$

5. Відносний рівень виконання зобов'язань андеррайтера (FUL).

$$FUL = \frac{NSS}{TSS} 100\%, \quad (8)$$

де TSS – загальний обсяг емісії акції.

Цей показник дає змогу визначити ефективність андеррайтера у розповсюдженні цінних паперів.

6. Відносний рівень зміни ціни акції (SPL).

$$SPL = \frac{SP - IP}{IP} 100\%. \quad (9)$$

Цей показник дає змогу визначити наскільки вдало андеррайтер встановлював ціну на цінні папери і яким був лобістський вплив на біржових брокерів.

7. Відносна вартість розміщення акцій ($SORV$).

$$SORV = \frac{TUC}{FR} 100\%. \quad (10)$$

Очевидно, що зазначені коефіцієнти показують ефективність андеррайтингу та вплив емісії на фінансовий стан підприємства, а також дають можливість порівнювати в часі емісії різних компаній, що дає змогу ухвалювати обґрунтовані управлінські рішення зі стратегічного планування і розвитку бізнесу.

Вважаємо, що запропонований нами методичний підхід до оцінювання економічної ефективності андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств має такі переваги:

– Обґрунтування емісійних рішень. Методичний підхід допомагає ухвалювати обґрунтовані управлінські рішення щодо емісії цінних паперів на фондовому ринку, враховуючи потенційний прибуток та вартість андеррайтингових послуг.

– Алокація оптимального обсягу фінансових ресурсів. Методичний підхід дає змогу визначити оптимальний обсяг коштів, який слід залучити через емісію, відтак ефективно використовувати наявні фінансові ресурси й уникнути нераціонального боргового навантаження і дроблення капіталу.

– Залучення інвесторів. Методичний підхід дає змогу надати об'єктивну оцінку ефективності андеррайтингу, що є важливим аргументом для потенційних інвесторів. Чітка та обґрунтована інформація про плановані доходи й ризики збільшує довіру інвесторів до підприємства.

– Науково обґрунтований моніторинг результатів емісії. Методичний підхід допомагає здійснювати моніторинг результатів емісії та оцінювати їх відповідність стратегічним планам розвитку агрокорпорації.

За даними, що наводить у своїх дослідженнях А. Гуторов, вартість підготовчих робіт до IPO становить близько 1 млн дол. США, розмір винагороди андеррайтера – 3–5 % суми залучених коштів, вартість лістингу і послуг біржі – не перевищує 0,1 % вартості розміщеного пакета акцій, витрати на залучення консультантів, експертів, аудиторів становлять 3–6 % вартості розміщеного пакета акцій [9, с. 10; 10].

Як свідчать наведені у табл. 1 дані, вартість розміщення акцій (на момент проведення IPO) провідних корпоративних аграрних підприємств становить від 4,9 до 26,8 % обсягу залучених коштів.

Таблиця 1

Ефективність андеррайтингу й розміщення акцій корпоративних аграрних підприємств на міжнародних фондових біржах

Корпоративне аграрне підприємство	Рік розміщення (IPO)	Вартість розміщення акцій (на момент IPO)		Чистий дохід від розміщення акцій, млн дол. США	Рівень рентабельності андеррайтингу, %	Відносний рівень виконання зобов'язань андеррайтера, %	Відносний рівень зміни ціни акцій, %
		млн дол. США	до обсягу залучених коштів, %				
Ukrproduct Group Ltd	2005	2,3	19,3	9,4	517,3	27,2	453,5
Astarta Holding N.V.	2006	2,9	9,4	28,3	1059,1	20,0	48608,4
Kernel Holding S.A.	2007	58,6	26,8	160,3	373,5	35,9	× ¹⁾
MHP S.A.	2008	18,5	5,0	352,3	2000,0	22,3	382,0
Milkiland N.V.	2010	3,8	4,9	74,2	2055,5	22,4	8345,7
Agroliga Group PLC	2010	0,1	7,2	1,3	1384,0	16,7	1925,2
Industrial Milk Company S.A.	2011	1,8	6,2	27,7	1619,9	23,9	219080,0

Примітка. ¹⁾ – Відносний рівень зміни ціни акції не розраховувався, тому що на момент емісії акції не мали заявленої номінальної вартості.

Джерело: розрахував автор з використанням даних [9, с. 11].

Ліцензованими андеррайтерами цінних паперів корпоративних аграрних підприємств в Україні є ТОВ «Конкорд Капітал», ТОВ «Інвестиційний капітал Україна», ТОВ «Сбондс-Україна», ТОВ «Медіа партнерство Баїнг», ПАТ «Перший український міжнародний банк» [9, с. 13].

Рівень рентабельності андеррайтингу становить від 373,5 % у Kernel Holding S.A. до 2055,5 % – у Milkiland N.V. Відносний рівень виконання зобов'язань андеррайтера коливається в межах 16,7–35,9 %, що вказує на доволі істотний стартовий попит на акції агрокорпорацій України. За показником відносної зміни ціни акції, усі андеррайтингові проєкти були ефективними, оскільки біржова ціна в усіх випадках значно перевищила номінальну вартість цінного паперу. При цьому перевищення ринкової ціни над номінальною у Astarta Holding N.V. й Industrial Milk Company S.A. становило 486,1 і 2190,8 разів, що, з одного боку, вказує на надєфективну стратегію первинної публічної пропозиції й андеррайтингу, а з іншого боку – свідчить про занижену ринкову вартість активів компанії.

Враховуючи специфіку аграрного бізнесу, де велика частина капіталу інвестується в довгострокові активи, можливість ефективного залучення додаткового фінансування через процес андеррайтингу є критично важливим. Отже, андеррайтинг цінних паперів відіграє важливу роль у забезпеченні стабільності, росту та розвитку корпоративних аграрних підприємств, дозволяючи їм збільшити ринкову капіталізацію та підвищити свою конкурентоспроможність на ринку.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі

Вартість публічної компанії, як правило, завжди вища за вартість закритої приватної фірми, перш за все, завдяки існуючій ліквідності та наявності відкритої і доступної широкому колу інформації про підприємство. Андеррайтинг сприяє залученню капіталу на фондовому ринку, підвищенню капіталізації корпоративних аграрних підприємств та допомагає інвесторам приймати обґрунтовані рішення щодо вкладення коштів.

Управління ринковою капіталізацією стає більш ефективним, коли підприємства можуть оптимально використовувати ресурси, залучені з використанням інституту андеррайтингу. У стратегічному плані андеррайтинг дає змогу корпоративним агропідприємствам підвищити ліквідність, визначити реальну вартість підприємства і бізнес-сегментів, підвищити рівень довіри на ринку до компанії, диверсифікувати фінансові інструменти, знизити фінансові ризики, розвинути стратегічні партнерства тощо.

Ефективність андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств формується залежно від компетентності андеррайтера, раціонального вибору фондової біржі, побудови оптимальної стратегії розвитку компанії та стратегічного плану виходу на ринок капіталу, рекламної діяльності, особливо під час процедур дью-ділідженс, конкурентоспроможності й бізнес-іміджу підприємства.

Розроблений нами методичний підхід до оцінювання ефективності андеррайтингу цінних паперів корпоративних аграрних підприємств дає змогу обґрунтовувати емісійні рішення, здійснювати стратегування алокації оптимального обсягу фінансових ресурсів, більш раціонально залучати інвесторів та їх капітал, проводити науково обґрунтований моніторинг результатів емісії акцій.

Перспективами подальших розвідок у даному напрямі є дослідження іміджу і компетентностей андеррайтерів, їх впливу на ефективність емісії, розвиток фондового ринку та корпоративних підприємств.

Література

1. McDonald J.G., Fisher A.K. New-issue Stock Price Behaviour. *The Journal of Finance*. 1972. Vol. 27. No. 1. Pp. 97–102.
2. Carter R.B., Dark F.H., Singh A.K. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*. 1998. Vol. 53. No. 1. Pp. 285–311.
3. Beatty R., Ritter J. Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*. 1986. Vol. 15. Issue 1–2. Pp. 213–232.
4. Liu X., Ritter J.R. Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*. 2011. Vol. 102. Issue 3. Pp. 579–601.
5. Chemmanur T.J., Fulghieri P. Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*. 1994. Vol. 49. No. 1. Pp. 57–79.
6. Field L.C., Lowry M. Institutional versus Individual Investment in IPOs: The Importance of Firm Fundamentals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2009. Vol. 44. No. 3. Pp. 489–516.
7. Horne J.C., Wachowicz J.M. Fundamentals of Financial Management. Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2009. 719 p.
8. Hutorov A.O., Gutorov O.I., Zakharchuk O.V., Ozarowska A.V., Tarasiuk A.V. Rent as a Financial Instrument for Regulating the Development of the Agrarian Sector of Economy. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*. 2019. Vol. 4. No. 31. Pp. 349–357.
9. Гуторов А.О. Інвестиційне забезпечення корпоратизації капіталу в аграрному секторі економіки (аналітичний огляд). Київ: ННЦ «ІАЕ», 2019. 64 с.
10. Lupenko Yu.O., Gutorov A.O., Gutorov O.I. Investment Ensuring for Development of Integration Relations in the Agricultural Sector of Ukrainian Economy. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*. 2018. Vol. 4. No. 27. Pp. 381–389.

References

1. McDonald, J.G., Fisher, A.K. (1972). New-issue Stock Price Behaviour. *Journal of Finance*, 27(1), 97–102.
2. Carter, R.B., Dark, F.H., Singh, A.K. (1998). Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*, 53(1), 285–311.
3. Beatty, R., Ritter, J. (1986). Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213–232.
4. Liu, X., Ritter, J.R. (2011). Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 579–601.
5. Chemmanur, T.J., Fulghieri, P. (1994). Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 49(1), 57–79.
6. Field, L.C., Lowry, M. (2009). Institutional versus Individual Investment in IPOs: The Importance of Firm Fundamentals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3), 489–516.
7. Horne, J.C., Wachowicz, J.M. (2009). Fundamentals of Financial Management. Harlow: Financial Times Prentice Hall.
8. Hutorov, A.O., Gutorov, O.I., Zakharchuk, O.V., Ozarowska, A.V., Tarasiuk, A.V. (2019). Rent as a Financial Instrument for Regulating the Development of the Agrarian Sector of Economy. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 4(31), 349–357.
9. Hutorov, A.O. (2019). Investment Support for the Capital Corporatization in the Agrarian Sector of Economy (Analytical Survey). Kyiv: NSC “IAE” Publishing.
10. Lupenko, Yu.O., Gutorov, A.O., Gutorov, O.I. (2018). Investment Ensuring for Development of Integration Relations in the Agricultural Sector of Ukrainian Economy. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 4(27), 381–389.