Сухановский Юрий Анатольевич. Андеррайтинг ценных бумаг на фондовом рынке России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Сухановский Юрий Анатольевич; [Место защиты: Рос. акад. предпринимательства].- Москва, 2010.- 137 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/1728

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. Анализ фондового рынка России.

1.1. Структура и состояние фондового рынка в РФ 15

1.2. Пути развития фондового рынка 32

1.3. Андеррайтинг как инструмент фондового рынка 45

ГЛАВА II. Разработка механизма андеррайтинга

2.1. Формирование нормативной базы андеррайтинга 67

2.2. Разработка организационной структуры андеррайтинга 78

2.3.Разработка предложений по совершенствованию информационной базы андеррайтинга и подготовке кадров 86

ГЛАВА III. Меры по повышению эффективности андеррайтинга в России.

3.1. Андеррайтинг как инструмент повышения капитализации корпораций 96

3.2. Разработка методики проведения эмиссии с применением андеррайтинга 103

3.3. Методика оценки эффективности андеррайтинга 111

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 128

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 131

**Введение к работе**

Фондовый рынок России сегодня - быстро развивающаяся сфера национальной экономики, как с точки зрения его правового обеспечения, так и появления новых іінструїуіснтов, технологий, алгоритмов, профессиональных участников.

В последнее время на фондовом рынке проявляются тенденции экспансии действующих в рамках крупнейших финансовых центров финансовых институтов в страны с развивающимися экономиками. Это ведет к формированию на мировом финансовом рынке зон влияния таких финансовых центров. В результате растет вероятность того, что число стран, где могут сохраниться и продолжать функционировать независимые и полноценные фондовые рынки, будет постепенно сокращаться.

Задача создания самостоятельного финансового центра в России предполагает совершенствование инструментов на фондовом рынке. Без формирования благоприятных условий невозможно качественно повысить ликвидность рынка и привлекательность долгосрочных инвестиций, расширить спектр инструментов, перечень операций и оказываемых услуг.

Рынок производных фондовых инструментов позволяет снижать риски при совершении сделок с базисными активами, а также создает дополиителыгую возможность справедливого ценообразования на эти активы. Важнейшим недостатком действующей системы регулирования фондового рынка остается несовершенство законодательства Российской Федерации.

В условиях обострения кризисных процессов на мировых финансовых рынках, сохраняет актуальность разработка основ правового регулирования в сфере секьюритизации финансовых активов и, в частости, таких инструментов, как андеррайтинг

Новейшие тенденции на Российском рынке ценных бумаг отражаются в изучении и внедрении наиболее эффективных финансовых инструментов. Среди этих инструментов видное место занимает

Андеррайтинг понятие многогранное, он применяется во многих сферах экономической деятельности, широко используется в страховании и на фондовом рынке. На фондовом рынке андеррайтинг это гарантированное (полное или частичное) приобретение оператором фондового рынка выпуска ценных бумаг в процессе их первичного размещения по фиксированной цене.1 В США и Европе он широко распространён в инвестишіонной сфере уже около 60 лет.

В условиях всеобщей глобализации, андеррайтинг развивается всё быстрее, уже сейчас он входит в список услуг предоставляемых ведущими агаровыми международными инвестиционными банками (такими как Morgan Stanley и Merrill Lynch), преимущества от применения андеррайтинга становятся все более очевидными. Все идущие в ногу со временем профессиональные финансовые структуры России, такие как банки и финансовые группы, спешат разобраться и применять его на практике.

Аьшещайтинг позволяет уменьшить величину ишієстищіонньіх рисков за счёт, публичности компании, проведения всестороннего азупгга, стр}етурігзацки его перераспределения между несколькими инвесторами. Существует целый институт инвестиционных синдикатов, в который входят крупные компании (например Голдман Сакс энд Ко:, Саломон Бразерс Инк.), основной профиль деятельности, которых -андеррайтинг.

Андеррайтинг хорошая опора в преодолении негативно влияющих внешних факторов, сдерживающих развитие рынка ценных бумаг в

1 К.Ю.Ратников «Новый способ приватизации и продажи акций за рубежом: Американские и глобальные депозитарные расписки.» М.,Статут 2001 - 334 с.

России, в частности высокой социальной и политической нестабильности, а также инфляции.

Актуальность скорейшего развития финансовых инструментов на  
Российском фондовом рынке, внедрения в практику работы  
профессиональных участников российского рынка ценных бумаг новых  
методов реализации эмиссии. андеррайтинговьтх технологий  
обусловлена необходимостью повышения капитализации рынка,  
увеличения его международных рейтингов, инвестиционной

привлекательности и надёжности; за счёт формализации и стандартизации процедур принятия инвестиционных решений, Р^рабртки стандартов и правил эмиссионных отношений.

В работе проведен анализ современной ситуации на фондовом рынке России и определено место шгдеррайтиііга. Рассмотрены не только вопросы заключения андерраитингового соглашения и последующей его реализации, но и первичного размещения ценных бумаг (ГРО), отношения внутри синдиката и возможности применения андеррайтинга в России. Большое внимание уделено уточнению сущности андеррайтинга, как финансового инструмента на фондовом рынке, изучению опыта развитых стран и оценке возможности применения, его в^ России, анализу гшдимуществ и недостатков этого инструмента, попытке найти решения, наиболее соответствующие современному состоянию отечественной экономики.

Кроме того, в ходе исследования обозначены основные этапы развития андеррайтинга: от момента его зарождения до применения в РФ, отражена эволюция соответствующего законодательства и изучены возможности нормативного регулирования процесса андеррайтинга в России, проанализированы преимущества и недостатки этого инструмента. Многие экономические агенты испытывают недостаток информации на русском языке.

J& условиях обострения кризисных процессов на мировых финансовых рынках, учитывая важность сохранения ликвидности

***U\J\*u\jki±l\ji\SJkL*iilirAl'lUnWUDOJri jfcl \JtUl±VUJDWlVVJil wiiVlCiVliU ПСІ ypwbriW, WllU^UVJllUiVi**

обеспечить увеличивающийся в условиях экономического роста спрос предприятий на финансовые ресурсы, сохраняет актуальность разработка основ правового регулирования в сфере секьюритизации финансовых активов и в частности таких механизмов, как андеррайтинг.

Для привлечения инвестиционных ресурсов в долгосрочные проекты по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и социальной инфраструктуры, реализуемые в формате государственно-частного партнерства, необходимо предусмотреть меры, направленные па стимулирование инвестировать в инфраструктурные облигации. Исполнение обязательств по таким облигациям может обеспечиваться активами, создаваемыми в рамках проекта, а также постоянными платежами за пользование инфраструктурными объектами. В законодательство Российской Федерации требуется внести изменения, обеспечивающие защиту прав владельцев инфраструктурных облигаций, а также возможность инвестирования в такие облигации средств кредитных организаций, пенсионных накоплений, в том числе аккумулируемых Пенсионным фондом Российской Федерации, пенсионных резервов ііегосударствеїпіьіх пеисиошіьіх фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Указанная мера позволит привлечь инвестиции для финансирования инфраструктурных проектов и одновременно расширить перечень объектов для инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов.

Популярность такого способа заимствований объясняется по крайней мере двумя причинами. Во-первых, особенно для небольших и неизвестных заемщиков, - это цена долга. Сейчас ставки по банковским

кредитам для средних компаний могут достигать 15%, а с помощью выпуска корпоративных облигаций можно одолжить под *Юг 12%*(первоклассным заемщикам, впрочем, и кредиты, и займы обходятся дешевле - соответственно 7,5% и 5,5%). Второе безусловное преимущество - это относительная свобода заемщика.

С середины 1994 г. в России существует Клуб андеррайтеров. В который входят многие крупные инвестиционные компании и банки (ОАО АКБ "РОСБАНК", ОАО "ВНЕШТОРГБАНК", ОАО "ИМПЭКСБАНК\*!, ОАО ИК "Нева-Инвест"), а так же научные организации(СРО НФА, Финансовая Академия при Правительстве РФ). С^р.НФД разрабатывает проект «Развитие андерайтинга на российском рынке ценных бумаг» в рамках которого создан ряд документов. Таких как: «Стандарт деятельности по андеррайтингу и предоставлеїшя других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг» 2004 г. и «Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций» 2004 г.Они разработаны на основе мировой и российской практики, действующей законодательной базы РФ, с учётом опыта использования андеррайтинга в США. Однако документы носят рекомендательный характер и не обязательны к исполнению.

Зарождение андеррайтинга в России можно отнести к 1993 году. Однако доля операций с его применением до недавнего времени была ничтожно мала. Только с выходом отечественных компаний па международные рынки, участием российского инвестиционного капитала в размещении эмиссий своих и западных компаний с 2003 года (размещение эмиссий компании Вимм-Биль-Данн, МГС) стало возможным говорить о применении андеррайтинговых механизмов. Однако в настоящее время в большинстве случаев российские компании предпочитают не рисковать, набирать опыт и выступать в качестве со-андеррайтерров с крупными и известными международными компаниями, отдавая им большую часть прибыли. Количество операций

по размещению эмиссий, в которых российские инвестиционные компании выступали бы генеральными андеррайтерами или менеджерами синдикатов, по-прежнему не велико. В большинстве

wi\_yiuk/ij jiw прииьлиДіїїі \*u-Ja HO ptopauOIaH\_tiu^/iiri vOOie^/i^/ibji\jiJj,t-l и

законодательства, нехватки специалистов, недостатка информации.

Фундаментальное значение для формирования теоретических основ андеррайтинга в России имеют работы Я.М. Миркина, К.А.Волкова3, Б.Б. Рубцова4, К.Ю. Ратникова5, СВ. Лосева, В.В. Шахова. В них содержатся попытки стандартизировать и упростить механизм применения андеррайтинга, используя международный опыт. Среди работ, появившихся в последние годы, посвященных вопросам андеррайтинга, эмиссии, теории размещения и функционирования инвестиционных синдикатов, необходимо выделить труды, В.В.Булатова, Е.Г. Хоменко, СВ. Лялина. Однако большую часть информации приходится получать из зарубежных источников, многие из них ещё не переведены на русский язык. Теоретические основы представлены в основном в работах американских учёных-экономистов (таких как У.Ф. Шарп и Эдвард Брэдли6, Ричард Тьюлз7 и Равви Теннекун).

Для непрофессиональных участников доступ к большей части информации закрыт. Учебных пособий, в которых, затронут андеррайтинг крайне мало, статьи напрямую ему посвященные выходят

*2*Мнркнн *ЯМ.,*СВ. Лосев, Б.Б. Рубцов; Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных  
облигаций/ Саморегулируемая организащю «Национальная фондовая ассоциация». -М.: Альпина Бизнес  
Букс, 2004г. -534с.(Проект «развитие андеррайтинга в России»); Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг:  
Учебное пособие/Финансовая академия при Правительстве РФ. Отделение дистанционного( заочного)  
обучения и экстерната. Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга. - М., 2002г.

3 К.А.Волков Стандартдеятельности по андеррайтингу и предоставления других услуг, связанных с  
размещением эмиссионных ценных бумаг. «Национальная фондовая ассоциация»

4 Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. Издательство «Экзамен» Москва 2002г.

1. Ратников К.Ю. Новый способ приватизации и продажи акций за рубежом: Американские и глобальные депозитарные расписки. М.:Статут 2001г.
2. У.Ф. Шарп, Г.Д. Александр, Д.В. Бейли Инвестиции./ перевод с английского. /М. -«Инфра -М» 2004 г.
3. Ричард Тьюлз, Эдвард Брэдли Фондовый рынок. Инфра М.- 1999 г.

редко, и для широкой общественности механизм андеррайтинга пока остается непонятным. В, основном информацию можно найти на порталах НФА и НАУФОР, но там она имеет исключительно статистический характер, и разобраться в ней без углубленного знания фондового рынка не представляется возможным.

Рассматриваемая научно-практическая проблема должна решаться на базе всей совокупности накопленного практического опыта, в том числе международного, и теоретических знаний, этот опыт обобщающих. Недостаточная теоретическая и практическая разработанность проблемы внедрения таких финансовых инструментов, как андеррайтинг на Российский фондовый рынок и их дальнейшая интеграция в государственную экономику обусловили выбор темы, цели и задачи исследоваїшя.

**Цель и задачи исследования.**

Главная цель исследования заключается в определении приоритетных направлений совершенствования отечественного фондового рынка, в частности, внедрении андеррайтинга, упрощения и соБершенстБОБания процедуры первичного размещения ценных бумаг.

Для достижения указанной цели в ходе исследования были поставлены следующие основные задачи:

Выявить основные проблемы фондового рынка России.

Произвести анализ зарубежного фондового рынка, выявить сходные проблемы с отечественным рынком, определить влияние андеррайтинга на решение этих проблем.

Произвести сравнительный анализ эффективности применения' андеррайтинга с другими инвестиционными инструментами на фондовом рынке России.

На основании изучения и оценки американской модели разработать российскую модель проведегаш щщеррайткжа.

Уточнить формулу расчёта эффективности привлечения инвестиций с помощью андеррайтинга применительно к российским условиям.

і. cupuuuiuib іір^ДЛоу^^гШЛ ПО ра-зг>ігііі-1Ю irjjnipupivitlia,irAt/JciriuJri vjiojji *ti.*

подготовке кадров андеррайтинговой деятельности.

Объектом исследования является фондовый рынок РФ, закономерности его развития.

Предметом исследования является становление андеррайтинговых отношений в российской экономике.

Теоретической и методологической основой диссертации послужили современные концепции и программы развития

**ОТТ ТТДГЧТЧ ОНТТтГО О ТІГ%0Г\*ТТТТ *ТЖГ\*Г>*ТТО TT/VO ОТТТЗГСТ ГЪТ'ЛТТСк^Т'Т» ОТТТТХ TV тт о огч ?>\*-\Х/ТТТ TV**

**\* ^ \* \*/ У1"\*! \*1 \*\* ^\*-\*-А -\*--\* \*-\*-\*- \*-\* J-» J- uwwixxi. xiwv./i.vfMl^/^'UJaxx/i *kj л~\\**aw v/ a. -uvl~~iAA~~Uijy л a ^u»J J v/ wy.i.u..i-L#i../b.**

ученых в области размещения эмиссии посредством андеррайтинга. В работе использованы данные ФСФР. НФА и НАУФОР, Банка России. Международного валютного фонда, Московской межбанковской валютной биржи, Российской торговой системы (РТС).

В «Стратегию развития рынка ценных бумаг России на 2009 -2020 г.г.» Национальной фондовой ассоциации включены пункты:

і. Устойчивый рост капитализации российского рынка акций до 50. - 60% ВВП, при не менее чем двукратном снижении рыночного риска и

**т>г%ттітт:гттх ттґ\г»'-гтт «тт>тт«тт/\*\тттт;г\г/"\*«т т> тто/^тгкттттсю т>-г\*ол\*\*т /лттттт\*л\*т;г тто г\*о\*лх.тлл**

1J UJJ.U.X lUJ.l>Xi. V VAX1\* /1Х»^І/АА V/i-U,J.li kW/i. *XJ*11UW1 **W/UJ4,VV J.»**|\_\* *\J*A **f**1/1 ^^HXjailXl llsJ VUXIllilil

высоких в мире;

1. Рост объемов рынка корпоративных облигаций, выпускаемых предприятиями реального сектора, до 25 -30 млрд. долл. США, создание рынка коммерческих бумаг реального сектора, обеспечивающего привлечение в реальный сектор инвестиций на сумму до 10 млрд. долл. США»;
2. Усиление роли внутренних розничных инвесторов, их доля на, рынке должна быть доведена до не менее 20 - 30% объемов рынка, а с

11 учетом институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний) - до 30-40% объемов рынка».8 Основное направление этой стратегии увеличение объемов денежных ресурсов, направляемых в реальный сектор российской экономики через рынок ценных бумаг.

Основной целью стратегии развития финансового рынка в 2009 -2020 годах по мнению Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) является превращение финансового рынка в один из главных механизмов реализации инвестиционных программ корпоративного сектора с одновременным созданием условий для эффективного инвестирования частных накоплений и средств обязательных накопительных систем. 9

**Научная новизна**состоит в обосновании приоритетных направлений активизации процесса андеррайтинга на фондовом рынке России. Основные элементы научной новизны полученных в диссертационном исследовании результатов заключаются в следующем:

Выявлены наиболее характерные и распространенные формы и виды андеррайтинга для национального фондового рынка США, Европы и России;

Предложены направления совершенствования законодательного и нормативно правового обеспечения андеррайтинговой деятельности в России, которые включают в себя предложения по совершенствованию

8 СРО НФА «Стратегия развития рынка ценных бумаг России на 2006 - 2012 г.г» с. 1-3

" Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2009 - 2020 годы, утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации 29 декабря 2008 № 2043-р

контроля и надзора со стороны государственных органов, в том числе Министерства финансов РФ, а так же ФСФР, НФА;

Обоснованы меры по совершенствованию государственного регулирования защиты прав инвесторов и эмитентов, контроль за соблюдением прав обоих сторон;

Для уточнения опенки эффективности применения андеррайтинга в традиционно используемую формулу введен обоснованный коэффициент, отражающий специфические условия современного фондового рынка РФ. Определены наиболее приемлемые формы андеррайтинга для российского фондового рынка;

Формализован процесс (обоснован алгоритм) осуществления андеррайтинга как для эмитента, так и для синдиката, и конкретизированы отношения сторон после выполнения андеррайтингового договора;

Разработаны рекомендации по совершенствованию и подготовке квалифицированных кадров в сфере финансов и оптимизации нормативной базы реализации эмиссии ценных бумаг.

**Теоретическая и практическая значимость**исследования состоит в развитии теории и практики андеррайтинга, как инструмента фондового рынка. В частности, показана необходимость пересмотра законодательного обеспечения эмиссии при создании эмиссионных Синдикатов и заключении андбррайтиш ОаОгО соглашения. ОСнОбньіЄ положения и выводы, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы при расчете эффективности проведения андеррайтинга, для развития самого инструмента и подготовки соответствующих кадров. На основе системного подхода к решению поставленной научной задачи и разработанных автором положений сформулированы практические рекомендации профессиональным участникам отечественного рынка ценных бумаг, участникам выпуска и размещения

эмиссии, по совершенствованию применения андеррайтинга. Полученные результаты могут быть применены в процессе выпуска эмиссии любым экономическим агентом, принявшим решение о выпуске ценных бумаг, а так же по завершению данного процесса при анализе эффективности.

**Соответствие диссертации Паспорту научной специальности:**

Диссертационное исследование и научные результаты соответствуют п. 4.3. "Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов" и п.4.9. "Расширение иньестиционных стратегий на рынке ценных бумаг" в области исследования: Государственные Финансы (специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит) Паспорта научной специальности ВАК РФ.

**Рекомендации по использованию**результатов **исследования**

Результаты научного исследования воплощены в конкретные рекомендации и предложения по формированию системы андеррайтинга и эмиссионных отношений и расчету эффективности проведенного андеррайтинга.

Результаты диссертации могут быть использованы;

Федеральными органами исполнительной власти: Министерством финансов Российской Федерации, Федеральной службой по финансовым рынкам при разработке законодательной, и нормативно-правовой базы в части совершенствования государственного регулирования рынка ценных бумаг и эмиссионных отношений.

Организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг: Саморегулируемой организацией «Национальная фондовая ассоциация» (НФЛ), Саморегулируемой оргагагзацией "Национальная

ассоциация участников фондового рынка" (НАУФОР) при разработке дальнейшего развития андеррайтинга в России.

Инвестиционными компаниями и банками широкого круга для информационного обеспечения и облегчения процедур эмиссии, размещения, финансового консультирования и формирования андеррайтинговых синдикатов.

В ученом процессе при преподавании учебных курсов и специальных дисциплин в профильных институтах при подготовке специалистов в финансовой и экономической сфере, при преподавании курсов «Эмиссионные инвестиции», «Финансовая экономика», «Финансовый инжиниринг», «Рынок ценных бумаг» и повышении квалификации специалистов фондового рынка.

**Апробация результатов**исследования. Основные положения диссертационной работы нашли практическое применение при разработке долгосрочной стратегии развития банка ОАО «Дальневосточный банк». Ряд положений апробирован на семинарах **и**нракшчееких занятиях Российской Академии предпринимательства при подготовке специалистов финансово-экономической сферы. Результаты работы были представлены и обсуждались на коифереііциях, форумах и выставках в виде докладов, выступлений и презентаций.

Результаты диссертационного исследования изложены в шести научных статьях. Общий объем публикаций по теме диссертации 3,1 п.л.

**Структура диссертации.**Структура работы обусловлена целью исследования и вытекает из его логики. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников, содержит таблицы и схемы.

## Структура и состояние фондового рынка в РФ

Чтобы лучше понять особенности российского фондового рынка стоит отмстить, что с 1917 года советская власть запретила всякую деятельность с ценными бумагами и только в конце 80-х - начале 90-х годов он начал возрождаться. Тогда как\_ например., в Амстердаме биржа была открыта в 1602 году и с тех пор функционирует без перерывов.11 Российский фондовый рынок в современном представлении существует меньше двух десятков лет. В этом его основная проблема и основное преимущество.

Как и остальные рынки, он не является исключением и представляет собой механизм, сводящий вместе покупателей (инвесторов) и продавцов (дилеров, брокеров) ценных бумаг. Ясно, что важнейшим условием перехода России к рыночной экономике является формирование полноцеїпіого фондового рынка. Фондовый рынок выступает посредником между крупными финансовыми структурами, частными инвесторами, готовыми разместить свой капитал и предприятиями, которым необходимо финансирование. Другими словами, здесь посредством купли-продажи становится возможным привлечение средств в производство с одной стороны, и эффективный оборот капитала с другой.

Фондовый рынок формирует спрос и предложение ценных бумаг, а через них и цену на ресурсы. Происходит круговое обращение денежной массы между финансовыми структурами, благодаря которому заполняются пустоты в экономическом пространстве, улучшается финансовая ситуация в целом.

В России осталось еще много неразрешенных проблем, и организаций, находящихся в критическом состоянии и остро нуждающихся в финансировании. Например, большая часть всех предприятий легкой и тяжелой промышленности, заводы, работающие на 5-10 % от их производственной мощности (Завод Сухого, многие другие заводы и предприятия ВПК, после распада командной экономики их гигантские объемы оказались ненужными), множество предприятий в аграрном секторе, и таких примеров масса. При сравнительно небольших финансовых инвестициях, замене списанного оборудования и расширении пакета заказов все эти предприятия вполне конкурентоспособны. Поэтому существует насущная необходимость создать условий для нормального функционирования фондового рынка, который, в конечном счете, сможет заполнить образовавшийся финансовый вакуум и поднять экономику на новый уровень. Большинство предприятий и заводов предпочитают работать по старинке, что зачастую приводит к полному банкротству, нежели искать пути спасения в финансовых потоках, умело размещая свои фонды.

Кроме непосредственно инвесторов и эмитентов па фондовом рынке работает ряд профессиональных структур - участников финансового процесса, которые выполняют роль посредников и сводят вместе покупателей и продавцов. Кроме инвесторов и эмитентов в структуру фондового рынка входят регулирующие органы, как в лице профессиональных участников — Саморегулируемые организации(СРО), такие как НФА и НАУФОР и так и представители государственного контроля — Федеральная Комиссия но Финансовым Рынкам (ФСФР), Банк России, Минфин, Министерство экономического развития.

## Формирование нормативной базы андеррайтинга

Страхование и разделение ответственности с другими членами общества зародилось сразу после развития торговли, когда иредириыимагелям были необходимы гаранти более швее І ною и именитого лица для привлечения капитала. Еще в начале нашей эры и подписывали контракты по разделению ответственности. Дальние морские торговые экспедиции древнегреческих купцов заставляли их объединяться, для совместного фрахта кораблей, для уменьшения рисков, связанных с потерями товаров в результате гибели кораблей от стихии или от нападений пиратов44. Купец-одиночка был незащищенньїм не только в процессе плавания, но и по прибытии в иностранное государство. Только в компании своих соплеменников он мог уверенно отправляться в путь со своим товаром. Эти сообщества постепенно вырабатывали нормы совместной корпоративной большие расстояния. Co временем структура торговых отношений усложнилась, а центр мировой торговли переместился в Европу, можно вспомнить «Венецианского купца» Шекспира, где ростовщик дает ссуду юноше, под залог сердца его более известного друга-купца. Первое акционерное общество было организовано негоциантами в Великобритании в 1553 году, в последствии оно было преобразовано в «Московскую компанию», которая просуществовала до І9І7 года, живое описание первых подобных совместных экспедиций можно найти у Пикуля в исторической развития андеррайтинга отношений следует искать именно здесь.

Сам термин «андеррайтинг» возник во времена становления морского страхования, когда именитый купец в качестве третьей стороны ставил свою подпись («v\Tite») под («under») суммой и слагаемыми риска, которые он согласен иыл покрыть, например Б судовом ± сгпстрс ллоида (Lloyd s Register)45 обозначение наивысшего класса (рейтинга) безопасности cvTma гтттет мопепттакяния присвоение котопого пяегт возможность TTOTTV4WTb кредит в банке под залог судна, а также льготного морского страхования называлось al. Такая система рейтингов надежности и отражения основных атрибутов гарантий была принята еще в конце XVIII века.

## Андеррайтинг как инструмент повышения капитализации корпораций

Как показывает зарубежный опыт, важное место в структуре внешних источников финансирования корпораций занимают эмиссии ценных бумаг, и прежде всего акций и облигаций. В развитых странах мира совокупная стоимость (капитализация) корпоративных облигаций в обращении составляег, как правило, от 20—30 до 60—65% от общею объема капитализаціш фондового рынка, что свидетельствует о важной роли

рынок корпоративного долга развит слабее (например, в государствах континентальной Европы, где экономика финансируется за счет кредитных ресурсов банковского сектора), в других является ключевым поставщиком заемных средств в реальный сектор (в англосаксонских странах и некоторых государствах Юго-Восточной Азии). Для того, чтобы российский рынок был отнесен к разряду развивающихся рынков ценных бумаг, по оценке, размер капитализации рынка акций в % к номинальной стоимости ВВП должен достигнуть 30-40%. Это означает, что современный объем рынка ценных есколько десятков и даже сотен раз). Для развитых рынков этот показатель составляет 60-90% от ВВП. Андеррайтинг хорошее подспорье в преодолении негативно влияющих внешних факторов, сдерживающих развитие рынка ценных бумаг в России, в частности высокой социальной и политической нестабильности, а также инфляции. И конечно в наращивании объемов и переход в категорию классифицируемых рынков ценных бумаг

Риски распределяются между всеми держателями акций пропорционально их количеству и сравнительно малы, а прибыль в виде дивидендов вполне осязаема. К тому же в процессе андеррайтинга существует возможность найти инвесторов, которые искренне заинтересованы в развитии данной отрасли, проведении исследоваїшя или плодотворные отношения на взаимовыгодных условиях

В противовес столь явным преимуществам привлечения средств посредством андеррайтинга существуег и ряд недостатков. Во-первых, это, конечно, новизна. И хотя это не однозначный минус - в нашей стране всегда с опаской относятся ко всему новому и перестраиваются медленно. Широко появляться. Поэтому нет еще опыта, а проверять на себе решаются не многие пр е дпринимате л и.

Вторая проблема вытекает из первой. Поскольку дело это новое - пока не сформировалось четкой системы и стандартов. Все условия размещения обговариваются в договорной форме непосредственно между эмитентом и синдикатом андеррайтеров. Такая форма не дает твердых гарантий качества исполнения работ и эмитенту приходится в основном полагаться на доброе имя и деловой авторитет андеррайтеров. Однако, недавно саморегулируемой сформированы «Стандарты деятельности по андеррайтингу». Конечно, они носят рекомендательный характер, а четкого законодательства на государственном уровне, пока так и не существует, но и это уже во многом упрощает задачу проведения андеррайтинга, законодательство разрабатывается в основном по инициативе все тех же саморегулируемых ассощіащщ, а так же профессиональных участников рынка. обжегшись на финансовых готрамидах(МММ) многие мелкие частные инвесторы не доверяют ценным бумагам, особенно новым, недавно созданных предприятий, работающих на пока не понятных инновационных технологиях. Но эта проблема устраняется сшщикатом, поскольку оп репутацией и финансами каждого члена синдиката. К тому же рано или гтозтшо ттонепие псе панно ттпиттетсет восстянявттивять и янттеппяйтиттг TVT самый гуманный способ. К тому же довериться профессионалам всегда значительно проще, чем новой незнакомой компании. Да и ответственность разделяется как в одну, так и в другую сторону, а вероятность того что одновременно у всех будет спад значительно меньше нежели в одной отдельно взятой компании.