

8.4. БИРЖЕВЫЕ СЕКТОРЫ ДЛЯ КОМПАНИЙ МАЛОЙ И СРЕДНЕЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ И ИХ РОЛЬ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОГО БИЗНЕСА

Федотов С.Н., соискатель кафедры
«Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Финансовый университет при Правительстве РФ

В данной статье предложено понятие биржевых секторов для компаний малой и средней капитализации, рассмотрены их основные характерные особенности и тенденции развития, а также исследована роль данного института в финансировании инновационных компаний малой и средней капитализации.

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)

[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

Для значительного числа компаний малого и среднего бизнеса условия допуска к торгам в основных секторах фондовых бирж, как правило, являются невыполнимыми. Чтобы предоставить подобным компаниям возможность привлечения финансирования на организованном рынке ценных бумаг, в рамках ряда фондовых бирж действуют различные секторы, рынки и площадки, ориентированные на небольших эмитентов. К концу 2013 г. такие инфраструктурные элементы функционировали более чем на 65% фондовых бирж мира, входящих в WFE (Всемирную федерацию фондовых бирж, World federation of exchange). Изучение ряда авторитетных источников показало, что единого понятия, точно характеризующего данный элемент фондового рынка не существует [1, 3]. Между тем, о необходимости введения подобного понятия недвусмысленно свидетельствуют как рост интереса к данному институту со стороны участников рынка, так и существенное увеличение числа самих секторов, площадок и сегментов, ориентированных на компании малого и среднего бизнеса (с 15 в конце 1996 г. до 63 в начале 2014 г.¹) [14]. В процессе образования понятия, призванного обозначать совокупность вышеупомянутых секторов и площадок, было решено сделать основной акцент на величине рыночной капитализации компаний, торгующихся в рамках данных элементов биржевой инфраструктуры. При этом сами элементы биржевой инфраструктуры, предназначенные для размещения и обращения ценных бумаг небольших эмитентов, решено называть «биржевыми секторами для компаний малой и средней капитализации» (сокращенно биржевыми секторами МСК). Для того чтобы дать предложенному понятию определение, установив пороговые значения капитализации компаний, при соответствии которым тот или иной сектор мог бы быть отнесен к биржевым секторам МСК, были изучены предлагаемые авторитетными международными организациями условия отнесения капитализации компаний к малой и средней (табл. 1).

Отметим, что пороговые значения, предлагаемые компанией Standard&Poor's и информационным агентством Bloomberg, представляются несколько завышенными. Так, на конец декабря 2013 г. установлено, что медиана совокупности значений средней капитализации торгующихся компаний для каждой из фондовых бирж, яв-

ляющихся членами WFE, составила 797,87 млн. долл. США. В тоже время средняя капитализация эмитентов, торговавшихся в рамках London SE Group, не превышала 1396 млн. долл. США, а значения аналогичного показателя на WienerBörse и DeutscheBörse составляли 1 139 и 2 119 млн. долл. США соответственно [3].

Таблица 1

ПОРОГОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ВЕЛИЧИНЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ²

Название организации	Малая капитализация	Средняя капитализация
Мировая федерация бирж (WFE)	От 65 до 200	От 200 до 1 300
Рейтинговая компания «Standard&Poor's»	От 300 до 1 400	От 1 000 до 4 400
Информационное агентство «Bloomberg»	Менее 1 000	От 1 000 до 5 000

Очевидно, что предложенный WFE подход к классификации величины капитализации в большей степени соответствует фактическому положению дел на фондовом рынке, и будет использоваться нами в дальнейшем при отнесении того или иного эмитента к категории компаний малой и средней капитализации.

Ввиду того, что приведенные выше статистические данные не позволяют в полной мере оценить, насколько предлагаемые Всемирной федерацией фондовых бирж пороговые значения капитализации могут быть использованы в процессе формулировки определения понятия «биржевого сектора для компаний малой и средней капитализации», нами было проведено отдельное исследование.

В ходе него из всей совокупности специализированных секторов, площадок и сегментов для небольших эмитентов, согласно классификации WFE, именуемых альтернативными рынками и рынками для компаний малого и среднего бизнеса (Alternative & SME markets) были отобраны десять различных объектов для изучения.

В выборку вошли как рынки, являющиеся одними из наиболее успешных, так и те, чьи позиции были весьма далеки от лидирующих.

Полученные в ходе проведенного анализа данные представлены в табл. 2.

Удалось выяснить, что минимальные значения капитализации компаний, торгующихся на всех рынках, включенных в выборку, были значительно ниже установленных WFE уровней, по достижении которых капитализация эмитента может быть классифицирована как малая. Кроме того, на трех рынках из десяти (британском Alternative Investment Market, канадском TSX Venture и ирландском Enterprise Securities Market) к торгам были допущены компании, чья капитализация существенно превосходила среднюю по классификации WFE. Очевидно, что подход WFE, вполне применимый при классификации капитализации отдельных компаний, не может быть использован в качестве основы для формулировки определения биржевых секторов МСК.

К сожалению, способы классификации капитализации, используемые рейтинговой компанией Standard & Poor's и информационным агентством Bloomberg также не подходят на эту роль.

¹ Данные за конец 1996 г. представлены согласно статистическим материалам WFE, в то время как, данные за начало 2014 г., рассчитаны на основе сведений, публикуемых членами WFE [13, 14].

² Примечание: составлено по данным [2, 7, 10].

Таблица 2

СТРУКТУРА КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ, ТОРГУЮЩИХСЯ НА ВКЛЮЧЕННЫХ В ВЫБОРКУ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ РЫНКАХ И РЫНКАХ ДЛЯ КОМПАНИЙ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА [14]

Биржа	Альтернативный рынок (рынок для компаний малого и среднего бизнеса)	Капитализация компаний, допущенных к торгам на данном рынке, млн. долл. США:			Компании, чья капитализация превышает 1,3 млрд. долл. США, ед.	Количество торгующихся компаний, ед.
		Максимальная	Средняя	Минимальная		
London Stock Exchange	Alternative Investment Market	8450,75	118,87	0,16	13	1086
BombayStockExchange	Small & Medium enterprises	42,29	12,81	2,27	0	15
TMX Group	TSX Venture	2 689,08	14,73	0,01	2	2116
Borsaitaliana	AIM Italia	208,25	44,94	1,03	0	36
OsloStockExchange	OsloAcess	637,75	88,21	1,1	0	38
Cyprus StockExchange	Emerging Companies Market	404,51	58,51	0,35	0	17
WarsawStockExchange	NewConnect	312,24	7,94	0,416	0	431
Irish StockExchange	Enterprise Securities Market	80 396,0	3 490,30	1,38	2	25
AthensExchange	AlternativeMarket (EN.A)	41,81	14,09	4,31	0	14
NationalStockExchangeIndia	Emerge	16,16	10,74	6,24	0	4
Всего					17	3782

Как нетрудно заметить, максимальное значение капитализации торгующихся компаний, согласно данным, приведенным в табл. 2, на такой известной «стартовой площадке» для небольших эмитентов, как британский AIM в конце 2013 г. превышало 8 млрд. долл. США. Между тем предельная величина средней капитализации по версии Bloomberg должна составлять 5 млрд. долл. США, а согласно оценке Standard & Poor's – 4,4 млрд. долл. США [3].

Таким образом, напрашивается вывод о невозможности использования рассмотренных нами подходов международных организаций к классификации капитализации в процессе формулировки определения биржевого сектора МСК.

В свете вышеизложенного, решено дать определение данному понятию исходя из фактических значений капитализации компаний торгующихся на реально функционирующих рынках, площадках и сегментах для небольших эмитентов. При этом был учтен факт тот, что доля компании с предельными значениями капитализации, как правило, весьма невелика. Так, в рассмотренной нами выборке из десяти альтернативных рынков и рынков для компаний малого бизнеса, капитализация лишь 0,45% компаний превышала верхний предел средней капитализации, согласно классификации WFE. Поэтому для достижения большей объективности нами было решено использовать не предельные, а средние значения капитализации компаний, торгующихся на элементах биржевой инфраструктуры, предназначенных для небольших эмитентов.

Сам расчет значений средней капитализации торговавшихся компаний проводился по данным на конец 2010-2012 гг. в рамках совокупности секторов, площадок и эмитентов, именуемых WFE альтернативными рынками и рынками для компаний малого и среднего бизнеса. За рассматриваемый промежуток времени значения средней капитализации компаний, торговавшихся на указанных рынках, варьировались от 1,96 до 1 968,72 млн. долл. США [12].

Таким образом, под биржевым сектором для компаний малой и средней капитализации (сокращенно биржевым сектором МСК) было решено понимать элемент инфраструктуры фондовой биржи, созданный специально для торговли ценными бумагами компаний мало-

го и среднего бизнеса, а также ценными бумагами инвестиционных фондов, осуществляющих вложение средств в подобные компании, в случае если среднее значение капитализации торгующихся на нем компаний не превышает 2 000 млн. долл. США.

Отметим, что исследованные нами в предыдущих публикациях SME рынки могут быть рассмотрены как частный случай биржевых секторов МСК, при условии, что среднее значение капитализации торгующихся на них компаний не превышает установленного предела в 2 000 млн. долл. США. Кроме того, такая черта SME рынков, как наличие института специализированных организаций-посредников, оказывающих содействие эмитенту в предоставлении необходимой для допуска к торгам документации и отслеживающих обеспечение им надлежащего уровня раскрытия информации, является характерной и для биржевых секторов МСК. Также как и SME рынки, биржевые секторы МСК отличаются значительно сниженными, по сравнению с основными секторами фондовых бирж, требованиями к сроку существования эмитента; числу его акций, находящихся в свободном обращении; невысокой ликвидностью торгующихся на них ценных бумаг, сопровождающейся значительной волатильностью их курсовой стоимости; относительно жесткими требованиями к раскрытию информации.

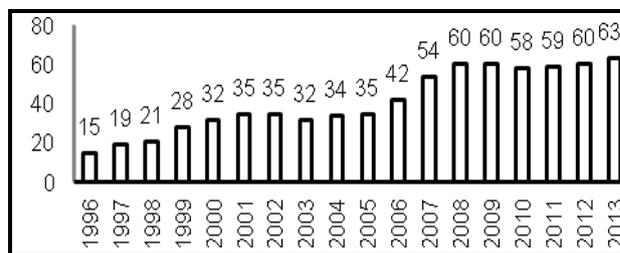


Рис. 1. Количество биржевых секторов для компаний малой и средней капитализации с 1996 по 2013 гг. [13, 14]

О востребованности биржевых секторов МСК свидетельствует неуклонный рост числа секторов данного типа, действующих на различных фондовых мира (рис. 1).

Интересной тенденцией развития данного института представляется увеличение в последние 7-10 лет количества биржевых секторов МСК на фондовых биржах развивающихся стран мира (рис. 2).

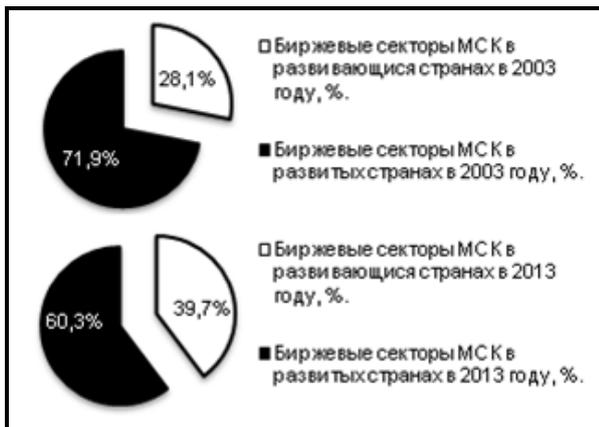


Рис. 2. Доля биржевых секторов МСК, функционирующих на фондовых биржах развитых и развивающихся стран в 2003 и 2013 гг. [13, 14]

При этом стоит особо отметить, что, многие сравнительно недавно созданные биржевые сектора МСК развивающихся стран мира показывают впечатляющие темпы роста. Так, биржевой сектор МСК SME Board, действующий на фондовой бирже Shenzhen Stock Exchange с лета 2004 г., согласно данным WFE, уже в 2012 г. занимал 1-е место в мире, по величине рыночной капитализации торгующихся компаний и объему торгов, среди всех секторов данного типа. В свою очередь, китайский ChiNext, турецкий SNM и тайский MAI заняли среди биржевых секторов МСК 3-е, 8-е и 10-е места по величине совокупного объема торгов за 2012 г. соответственно [12].

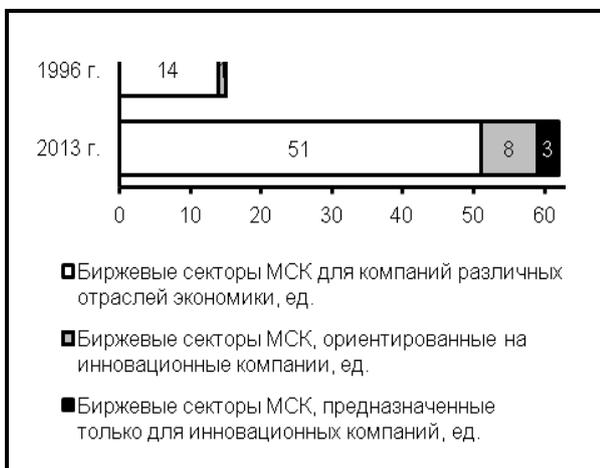


Рис. 3. Структура биржевых секторов МСК в 1996 и 2013 гг. [13, 14]

Среди знаковых тенденций нельзя не упомянуть увеличение числа биржевых секторов МСК, ориентированных на инновационные компании, а также предназначенных исключительно для компаний подобного типа. Если в 1996 г., по данным WFE, к биржевым секторам МСК, ориентированным на инновационных эмитентов, можно было отнести лишь один Nouveauxmarché, а биржевые секторы МСК, созданные исключительно для инновационных

компаний, вообще отсутствовали, то к концу 2013 г. ситуация разительно изменилась (рис. 3).

Говоря о биржевых секторах МСК, нельзя оставить без внимания их участие в процессе финансирования малых и средних компаний. Подчеркнем, что перечень возможностей, предоставляемых большинством биржевых секторов МСК для привлечения финансирования, как правило повторяет (зачастую с некоторыми купюрами) арсенал способов привлечения капитала, предлагаемых эмитентам на основных секторах фондовой биржи. Тем не менее, упрощенный порядок допуска к торгам, понимание руководства специфики небольших компаний, консультативная помощь специализированных посредников, а также наличие аудитории инвесторов склонных к риску делает для некоторых категорий эмитентов размещение ценных бумаг в рамках биржевых секторов МСК более привлекательным, чем на основных площадках.

Важной особенностью развития биржевых секторов МСК является концентрация объема торгов, капитализации и числа торгующихся компаний на небольшой группе наиболее крупных секторов данного типа (рис. 4).

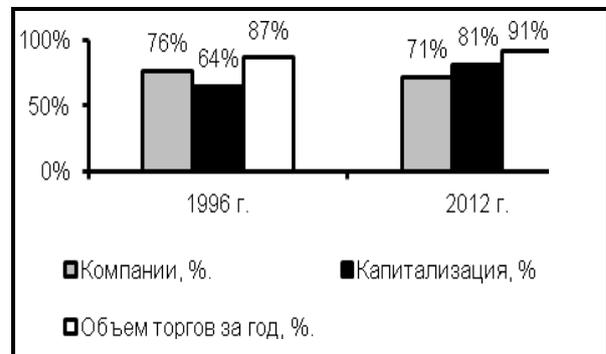


Рис. 4. Доли от общего числа торгующихся компаний, совокупной рыночной капитализации, и объема торгов за отчетный год на всех секторах данного типа, приходящиеся на 17% крупнейших биржевых секторов МСК [13, 14]

В рамках настоящей статьи наиболее приоритетным представлялось установить какую роль биржевые секторы МСК играют в финансировании инновационных компаний малой и средней капитализации. Для этой цели были исследованы статистические данные за 2013 г. по первичным публичным размещениям компаний малой и средней капитализации, осуществленным в рамках различных секторов пяти крупнейших биржевых холдингов мира³.

В ходе исследования было установлено, что в 2013 г. большинство (около 66%) IPO инновационных компаний малой и средней капитализации было проведено в рамках биржевых секторов МСК рассмотренных холдингов, и лишь около 33% – на их основных площадках (рис. 4).

³ Рассматривались пять крупнейших по величине капитализации на конец 2013 года, по данным WFE, биржевых холдингов, в число которых вошли: NYSE Euronext, Inc., NASDAQ OMX Group, Inc., Japan Exchange Group, Inc., London Stock Exchange Group plc. and Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd [7].

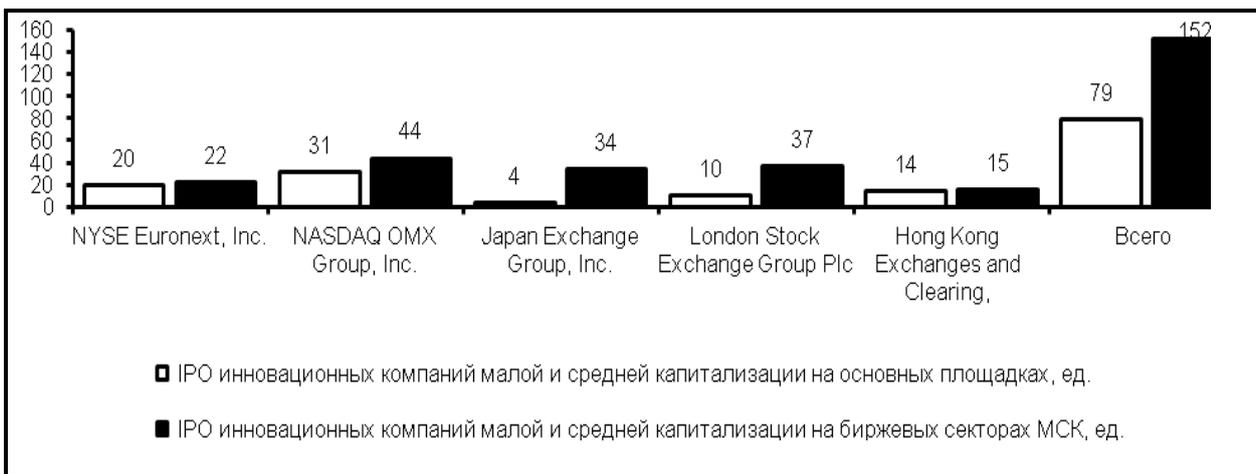


Рис. 5. IPO инновационных компаний малой и средней капитализации, проведенные в 2013 г. в рамках пяти крупнейших биржевых холдингов мира [4, 5, 8, 9, 11]

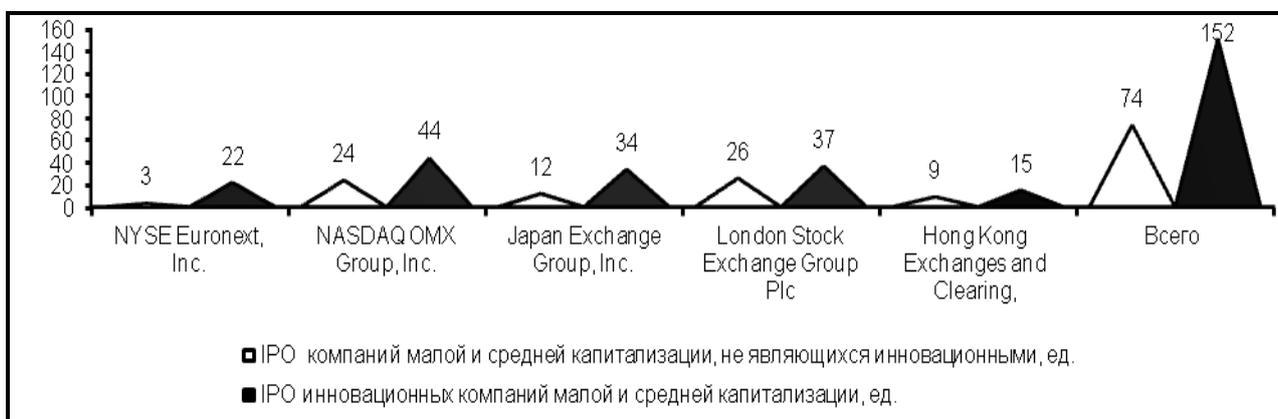


Рис. 6. IPO компаний малой и средней капитализации на биржевых секторах МСК пяти крупнейших биржевых холдингов мира в 2013 г. [4, 5, 8, 9, 11]

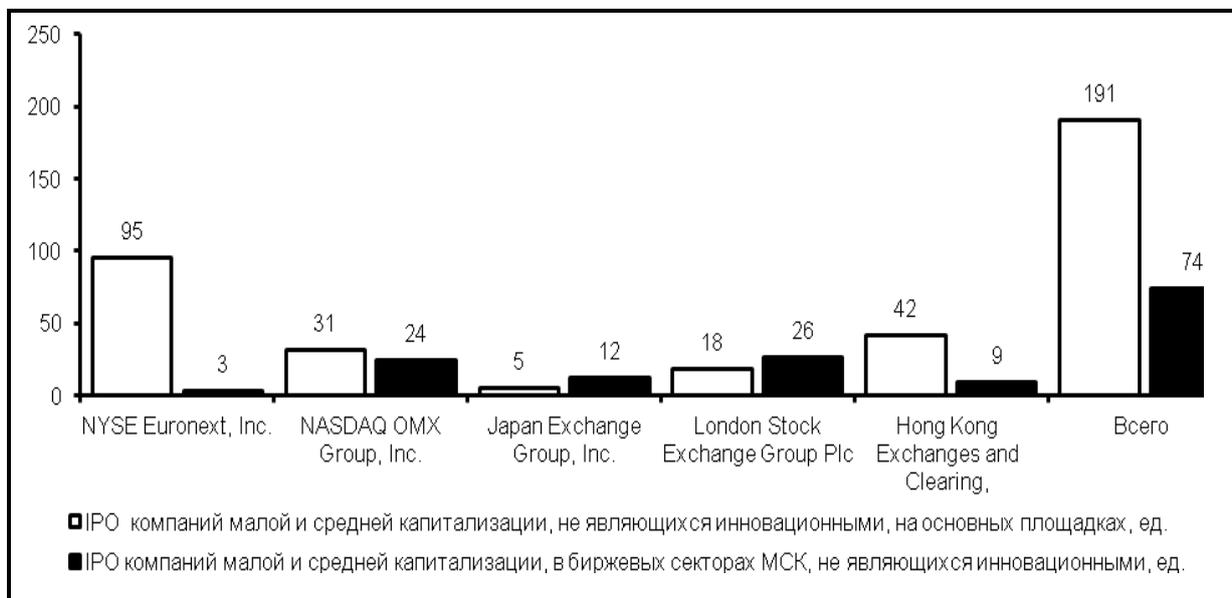


Рис. 7. IPO компаний малой и средней капитализации, не являющихся инновационными, в рамках пяти крупнейших биржевых холдингов мира в 2013 г. [4, 5, 8, 9, 11]

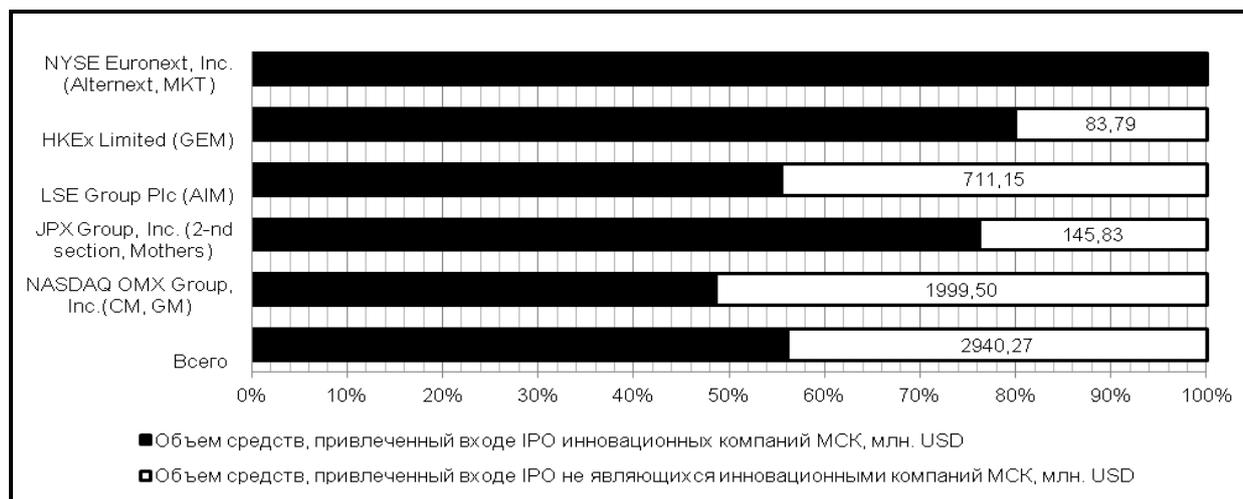


Рис. 8. Объем финансирования, привлеченного при помощи первичных публичных размещений компаний малой и средней капитализации на биржевых секторах МСК пяти крупнейших фондовых бирж мира в 2013 г. [4, 5, 8, 9, 11]

Дополнительный анализ имеющихся данных позволил установить, что около 67% первичных публичных размещений на биржевых секторах МСК пяти крупнейших биржевых холдингов мира были проведены инновационными компаниями малой и средней капитализации, и лишь порядка 33% пришлось на долю остальных эмитентов (рис. 6).

Интересным представляется тот факт, что не относящиеся к инновационным компании малой и средней капитализации, стремясь привлечь финансирование на организованном рынке ценных бумаг, зачастую предпочитают проводить IPO на основных площадках фондовых бирж.

Согласно статистическим данным за 2013 г. всего порядка 27% IPO таких эмитентов было осуществлено на биржевых секторах МСК. Большинство же (около 73%) не являющиеся инновационными компаниями малой и средней капитализации проводили IPO в рамках основных секторов (рис. 7).

Таким образом, напрашивается вывод о том, что в функционировании биржевых секторов МСК особенно остро нуждаются именно инновационные компании малой и средней капитализации. Можно предположить, что не в последнюю очередь интерес инновационных компаний к биржевым секторам МСК как к месту проведения IPO вызван наличием у каждого из таких секторов сформированной аудитории инвесторов, готовых вкладывать средства в активы с повышенным риском, к которым как раз и относятся бумаги небольших инновационных эмитентов.

Кроме того, биржевые сектора МСК, как правило, находятся в поле зрения аналитиков, ориентированных на венчурных эмитентов, а также нередко могут оказать поддержку молодым инновационным компаниям в организации грамотной работы IR-службы. В качестве дополнительного подтверждения сделанного нами вывода могут выступить результаты анализа данных о структуре и объемах финансирования, привлеченного в 2013 г. при помощи IPO на наиболее известных биржевых секторах МСК⁴. Как показано на ри-

сунке 8, львиная средств (более 56%), полученных в ходе IPO на данных биржевых секторах МСК, была привлечена именно инновационными компаниями малой и средней капитализации.

Подводя итоги, заключим, что изложенные нами сведения, наряду со статистическими данными представленными на рис. 5, 6, 7, 8 указывают на то, что биржевые сектора МСК, даже в том случае если они не относятся к категории ориентированных на инновационные компании в первую очередь способны привлечь капитал именно инновационными эмитентами. Подобное положение дел является несомненным свидетельством того, что биржевые сектора малой и средней капитализации играют одну из ключевых ролей в финансировании и развитии инновационного бизнеса.

Литература

1. Clifford P. Investing in long term growth of SMEs / P. Clifford // WFE Focus. – 2012. – №229. URL: http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_march_1.pdf
2. Investopedia :official website :dictionary. <http://www.investopedia.com>.
3. Høgbom C.J., H. Wagenius. Growing need for innovative SME[Электронныйресурс] / C.J. Høgbom, H. Wagenius // WFE Focus. – 2011. – №226. URL: http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_december_white_0.pdf
4. HongKong Exchangesand Clearing. <http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>
5. LondonStockExchangeGroup. <http://www.lseg.com/>
6. Naacke G. WFE 2011 Market segmentation survey / G. Naacke // WFE Focus. – 2012. – №233. – URL: http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_july%202012.pdf
7. Naacke G. WFE Market Statistics 2013 G. Naacke // WFE Focus. – 2014. – №251 / URL: http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/Focus_251_January_2014.pdf
8. NASDAQOMX. <http://www.nasdaqomx.com/>
9. NYSE Euronext <https://nyse.nyx.com/>
10. S&P Dow Jones : indices: methodology : U.S. Indices Methodology. <https://www.sp-indexdata.com/>
11. TokyoStockExchange. <http://www.tse.or.jp/english/>
12. World Federation of Exchanges:Home: Annual reports <http://www.world-exchanges.org/about-wfe/annual-reports>
13. World Federation of Exchanges: Annual statistics reports. <http://www.worldexchanges.org/statistics/annual>
14. World Federation of Exchanges :Home: Members <http://www.world-exchanges.org/member-exchanges/key-information>

⁴ Рассматривались только биржевые сектора МСК, действующие в рамках пяти крупнейших биржевых холдингов мира, необходимые данные о которых имелись в свободном доступе.

Ключевые слова

Биржевые секторы для компаний малой и средней капитализации; биржевые секторы МСК; основные характеристики; рыночная капитализация; объемы торгов; тенденции развития; инновации; финансирование инновационных компаний; первичное публичное размещение; IPO.

Федотов Семен Николаевич

РЕЦЕНЗИЯ

Успешная массовая разработка и внедрение инноваций, формирование и развитие национальной инновационной экономики на сегодняшний день не представляется возможным без участия инновационного бизнеса. При этом результативность деятельности инновационных компаний требует соответствующего финансирования, которое может быть привлечено при помощи фондового рынка.

Актуальность статьи определяется необходимостью изучения роли различных биржевых площадок и сегментов для компаний малого и среднего бизнеса в процессе финансирования инновационных эмитентов. Понятный аппарат, связанный с деятельностью данного института, также требует доработки.

В работе предложено единое понятие, характеризующее элементы структуры фондовой биржи, предназначенные для малых и средних компаний. Указаны присущие им характерные черты, основные тенденции развития, а также изучена роль данного института в процессе финансирования инновационного бизнеса.

Статья является актуальной и рекомендуется для опубликования в открытой печати.

Рубцов Б.Б., д.э.н., профессор, зав. кафедрой «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)