Федеральное государственное образовательное учреждение
Высшего профессионального образования
«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»
Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга

Допустить к защите Зав.
кафедрой Рубцов Б.Б.

____

2009 г.

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
(ДИПЛОМНАЯ РАБОТА)

На тему:
Рынок акций компаний малой капитализации:
зарубежная и российская практика.

Выполнил:
Студент группы РЦБ 5-6
Казаков Александр Николаевич

Научные руководители:
асс. Станик Н.А.
доц. Медина И.С.

Москва 2009 год

ПЛАН

Введение

Одним из наиболее выдающихся открытий современных финансов является взаимоотношение между размером компании и доходностью ее акций[1]. Почти 28 лет назад вышла на свет первая научная статья, содержащая эмпирический вывод, что акции компаний малой капитализации (то есть компании с капитализацией менее 0.5-1 млрд. долл. США)[2] позволяют инвесторам получать большую доходность, чем предсказывают традиционные модели оценки активов. Базируясь на имеющихся данных о доходности акций американских компаний за период 1936-1975 гг., недавний выпускник Чикагского университета Рольф Банц (Banz, Rolf W.) описал, что акции малой капитализации имеют значительно более высокую скорректированную на риск доходность, чем акции крупный компании и назвал свое открытие «эффектом размера»[3]. Банц не смог выявить четкого объяснения происхождению данного эффекта и сделал вывод, что «не известно, сам по себе размер компании дает объяснение различиям в доходности либо он является лишь зависимым от одного или более настоящих факторов, которые хорошо коррелируют с размером»[4]. Начиная с начала 1980-х годов, появился большой объем исследовательских работ, посвященных выявлению истинных причин выявленного «эффекта размера» и других связанных с ним интересных особенностей. Обнаружение данной аномалии имело значение не только с теоретической, но и практической точки зрения и привлекло в первую очередь интерес с точки зрения портфельных менеджеров. Полученные теоретические результаты послужили стимулом к значительному повышению интереса инвесторов к акциям компаний малой капитализации в последние 20-30 лет. Это и другие обстоятельства, такие как бурное развитие мировой экономики и международных фондовых рынков; научно-технологический прогресс, на основе которого появилась и развилась целая индустрия венчурного инвестирования, привели к появлению целого ряда «новых, вторичных рынков роста», на которых котируются акции высокотехнологичных и (или) быстрорастущих компаний.

---

[1] “Stocks, Bonds, Bills, and Inflation”, 2008 Ibbotson Valuation Yearbook, Morningstar Inc.
[2] Далее в работе вместо термина акций компаний малой капитализации также в качестве синонимов используются сокращения «АКМК», а также международный термин «small cap»
[3] Rolf. Banz, The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, vol. 9. (1981), pp. 9:3-18.
[4] Там же.

Цель и задачи работы

Целью данной работы является изучение текущего состояния рынка акций компаний малой капитализации в России и определение перспектив его развития на основе анализа мирового опыта становления подобных рынков. Для достижения поставленной цели выделены следующее задачи:

1) Осуществить анализ движущих сил развития рынков акций малой капитализации (АКМК) в различных странах в последние несколько десятилетий, в частности сделать обзор существующей литературы, содержащей различные точки зрения на существование, объяснение и практические применения «эффекта размера», который является одним из наиболее известных аномалий фондового рынка и стал причиной повышенного интереса инвесторов к small cap;
2) провести анализ истории развития и текущего состояния рынков АКМК в развитых и развивающихся странах;
3) Провести анализ текущего состояния российского рынка small cap, выявить черты сходства и различия с иностранными площадками, а также исследовать потенциал развития в ближайшие 5 лет.

Актуальность работы

Теоретическая и практическая актуальность проблематики, её недостаточная проработанность обусловили выбор дипломного исследования. Рынок акций компаний малой капитализации имеет потенциально большое значение для России как достаточно новый источник привлечений инвестиций для роста молодых и быстроразвивающихся компаний в различных секторах российской экономики, нуждающейся в диверсификации и развитии малого и среднего бизнеса. Актуальность данной темы продиктована не только недостаточной степенью развитости российского фондового рынка, но и широким спектром преимуществ от использования данного источника привлечения финансирования. Развитие рынка акций компаний малой капитализации в России позволит не только более эффективно привлекать инвестиции в российские компании, но и стимулировать развитие венчурного инвестирования, что позволит увеличить процент наукоемкой продукции в ВВП и в российском экспорте, позволит выпускать более конкурентоспособную продукцию, расширить российскую позицию на мировых рынках. Следовательно, цель дипломной работы выглядит особенно актуальной в связи малой степенью исследованности и непродолжительной историей российского рынка АКМК.

Инструментарий работы

Тематика рынка акций малой капитализации имеет достаточно большую степень новизны, характеризуется постоянно продолжающимися теоретическими изысканиями, а также практической направленностью большинства публикаций. В связи с этим в мировой литературе встречается достаточно мало фундаментальных и информационно содержательных книг[5], а большинство носит практический и зачастую поверхностный характер и ориентированно на частных и малоопытных инвесторов[6], пытающихся заработать за счет инвестиций в новые инструменты. Российский рынок АКМК можно охарактеризовать как зарождающийся и отличающийся чрезвычайно малой степень исследованности. В связи с этим основными источниками информации послужили:

1) в теоретическом плане – научные работы таких авторов, как Банц (R.W. Banz), Фама (Eugene F. Fama), Френч (Kenneth R. French), Берк (Berk J.B.), Ибботсон (Roger G. Ibbotson), Ролл (Roll R.), Димсон (Elroy Dimson) и др. опубликованные в известных американских экономических изданиях Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Portfolio Management и др. Также использованы фундаментальные работы А. Дамодарана, Р. Брейли, С. Майерса, Пратта; материалы консалтинговой компании Ibbotson Associates и учебный курс первого уровня программы CFA[7];

2) в области практического развития международных «новых, вторичных» рынков акций использованы работы Прадхумана (Satya Dev Pradhuman)[8], Гражи (Christopher Graja) и российского исследователя Я.М.Миркина. Также

[5] В качестве исключения можно выделить работы Satya Dev Pradhuman, “Small-cap Dynamics: Insights, Analysis, and Models”, Business & Economics, 2000 и Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, “Triumph of the Optimists”. Princeton University Press, 2002.

[6] Например, см. Norman H. Brown, “Profiting from IPOs & Small Cap Stocks”, New York Institute of Finance, 1998.

[7] www.cfainstitute.org

[8] Satya Dev Pradhuman в течение многих лет являлся главой аналитического подразделения Meryll Lynch, анализирующего акции компаний малой капитализации.

использованы публикации в газетах Financial Times, The Economist, а также Интернет-сайты различных фондовых бирж;

3) в области развития российского рынка small cap и выявления его потенциала использованы аналитические отчеты ИК «Тройка Диалог», публикации в газетах «Ведомости», «Коммерсант», «Биржевое обозрение», «Рынок ценных бумаг», журнале “Angel investor”, а также Интернет-сайты и материалы организаций, принимающих активное участие и (или) косвенно влияющих на становлении и развитие данного рынка (ММВБ, РТС, Роснано, РВК и др.).

Содержание работы

Работа состоит из трех глав в соответствии с поставленными задачами.

В первой главе рассмотрены теоретические работы, рассматривающие сущность акций малой капитализации. Изучены основные факторы, влияющие на развитие рынка small-cap в последние 20-30 лет, в частности подробно рассмотрена аномалия «эффект размера». В данной работе представлен краткий обзор существующей академической литературы, посвященной данной теме, основанной на изучении как фондового рынка США, так и других международных рынков акций.

Во второй главе рассмотрены преимущества и недостатки рынков small cap для компаний, инвесторов и фондовых бирж. Рассмотрено возникновение и становление новых альтернативных рынков, и их значение как источника привлечения инвестиций для малых компаний в современной экономике.

Третья глава посвящена анализу и перспективам рынка акций малой капитализации в России. Проанализировано текущее состояние данного рынка, основные отличия от рынков АКМК в развитых странах, а также сделан вывод о перспективах развития данного сегмента отечественного фондового рынка.

Глава 1. Теоретические основы рынка акций компаний малой капитализации

1.1. Понятие рынка акций компаний малой капитализации (small cap)

Существующие определения компании малой капитализации

Под размером компании на фондовом рынке принято понимать размер ее рыночной капитализации, который определяется как рыночная стоимость всех выпущенных в обращение обыкновенных и привилегированных акций. В зависимости от размера капитализации в инвестиционном сообществе принято относить компании к одной из нескольких категорий. Наиболее часто других стран используется следующая классификация:

1) компании большой капитализации (от англ. large-caps или big-caps);

2) компании средней капитализации (от англ. mid-cap);

3) компании малой капитализации (от англ. small-cap).

Кроме того, многие инвестиционные специалисты также выделяют так называемые «голубые фишки» (от англ. blue chips), компании мега-капитализации[9] (от англ. mega-cap), а также компании микро- и нано-капитализации[10] (от англ. micro- и nano-cap).

Капитализация компаний – переменная величина, поэтому отнесение компании к той или иной группе может не являться постоянным. Кроме того, возникает вопрос определения границ той или иной категории. На данный момент не выработано единой методики классификации компаний по группам капитализации. Тем не менее, большинство существующих подходов можно разделить на 2 группы:

1) подход, используемый в основном в академических исследованиях, в которых требуется проводить сравнение доходности различных категорий акций за достаточно длительные периоды времени. Методика заключается в разделении всей совокупности акций в зависимости от размера капитализации на несколько

---

[9] См. например:Nora Peterson, Jay Coughenour “Wall Street Lingo: Thousands of Investment Terms Explained Simply”, Atlantic Publishing Company, 2007.

[10]См. например: Richard Imperiale, “The Micro Cap Investor: Strategies for Making Big Returns in Small Companies”, John Wiley and Sons, 2005.

равных групп: децилей, квартилей и т.п. Подобным образом устроена широкоизвестная база данных Center For Research in Security Prices (CRSP)[11].

CRSP сначала сортирует все торгуемые на Нью-йоркской фондовой бирже акции по рыночной капитализации и разбивает совокупность на 10 групп, одинаковых по количеству входящих акций. Каждая группа называется децилем. Первый дециль – группа, состоящая из 10% крупнейших компаний и 10-ый дециль – группа компаний с наименьшей капитализацией. На основании произведенной классификации формируется ряд портфелей, которые перебалансируются 1 раз в квартал. Выделяют 4 категории портфелей[12]:

- **CRSP 1-2 децили.** Так называемые акции компании большой капитализации (“large-cap”).
- **CRSP 3-5 децили:** Так называемые акции компании средней капитализации (“mid-cap”).
- **CRSP 6-8 децили.** Так называемые акции компании малой капитализации (“small-cap”). Перечень входящих компаний похож на индекс компаний малой капитализации Russell 2000 Index.
- **CRSP 9-10 децили.** Так называемые акции компаний микро-капитализации (“micro-cap”)

2) второй подход заключается в установлении денежных границ для каждой из категорий компаний. Данная методика отличается простотой, поэтому получила наибольшее распространение на практике. В таблице 1 представлены критерии классификации, обнаруженные в различных источниках:

[11] См. подробнее, раздел 1.2.
[12] “Stocks, Bonds, Bills, and Inflation”, 2008 Ibbotson Valuation Yearbook, Morningstar Inc.

Таблица 1. Различные критерии классификации компаний по размеру рыночной капитализации

Источник	Investing in Small-cap Stocks, 1999[13]	Small-cap Dynamics, 2000[14]	Wall Street Lingo, 2007[15]	Investopedia[16]	Investor Words[17]
Mega-Cap	-	-	> $200 млрд.	> $200 млрд.	> $250 млрд.
Large-Cap	> $3.5 млрд.	> $4.5 млрд.	> $10 млрд.	$10 млрд. - $200 млрд..	$5 млрд. - $250 млрд.
Mid-Cap	$1 млрд. - $3.5 млрд.	$1.5 млрд. - $4.5 млрд.	$2 млрд. - $10 млрд.	$2 млрд. - $10 млрд.	$1 млрд. - $5 млрд.
Small-Cap	$300 млн. - $1 млрд.	$200 млн. - $1.5 млрд.	$300 млн. - $2 млрд.	$300 млн. - $2 млрд.	$250 млн. - $1 млрд.
Micro-Cap	< $300 млн.	< $200 млн.	< $300 млн.	$50 млн. - $300 млн.	< 250 млн.
Nano-Cap	-	-	--	< $50 млн.	--

Тем не менее, количественные рамки постоянно изменяются под воздействием ряда факторов, приведем основные из них:

- влияние инфляции, которая изменяет стоимость денег (к примеру, компания с капитализацией 1 млрд. долл. США относилась к большой капитализации в 1980 г., а сейчас была бы отнесена к компании малой капитализации[18])
- общая оценка рынка в определенный момент (так в периоды кризиса большее число компаний попадает в разделы средней и малой капитализации, к примеру, по состоянию на начало марта 2009 года к акциям компаний малой капитализации можно отнести гиганта американской автоиндустрии General Motors (NYSE:GM) с капитализацией немногим более 1 млрд. долл. США);
- страновые различия (к примеру, в небольшой стране крупная компания может быть отнесена к голубым фишкам, хотя в сравнении с компаниями фондового рынка США ее рыночная стоимость не столь значительна);

[13] Christopher Graja, Elizabeth Merrifield Ungar, "Investing in Small-cap Stocks" by, Business & Economics, 1999.
[14] Satya Dev Pradhuman, "Small-cap Dynamics: Insights, Analysis, and Models", Business & Economics, 2000.
[15] Nora Peterson, Jay Coughenour "Wall Street Lingo: Thousands of Investment Terms Explained Simply", Atlantic Publishing Company, 2007.
[16] www.investopedia.com/articles/analyst/010502.asp
[17] www.investorwords.com/4606/small_cap.html
[18] Rick Wayman, "What Is A Small Cap?", Investopedia, (http://www.investopedia.com/articles/analyst/010502.asp)

- различные инвестиционные банки, фондовые биржи имеют неодинаковые методики разделения компаний по группам капитализации. Аналитики, портфельные менеджеры и экономисты также зачастую по-разному трактуют отнесение компании к той или иной группе.

В России не существует стандартного определения акции компании малой капитализации. В 2008 году аналитики ИК «Тройки Диалог» относили компанию к категории small cap в случае, когда она удовлетворяла одному из следующих критериев:

- размер рыночной капитализации менее 1 млрд. долл. США;
- значение free-float, то есть доля акций, находящихся в свободном обращении на рынке[19], составляет менее 100 млн. долл. США[20].

Масштабное снижение капитализаций российских компаний в результате мирового финансового кризиса привело к пересмотру данного критерия – начиная с марта 2009 года под small cap стали подразумевать компании с капитализацией менее 500 млн. долл. США[21].

Биржа РТС приводит следующее определение: «к акциям «второго эшелона» принято относить широкий спектр ценных бумаг, эмитенты которых не входят в число компаний первой величины на фондовом рынке».[22] Для включения акций и в Сегмент RTS START, предназначенный для акций компаний малой и средней капитализации при их размещении необходимо, чтобы капитализация акций не превышала 5 млрд. руб. (около 150 млн. долл. США).

Виды акций малой капитализации

Исследователь Прадхуман выделяет 3 типа акций малой капитализации[23]:

1) «растущая звезда» (от англ. “Rising star”) – так называемая «акция роста»[24], которая быстро развивается и увеличивает рыночную стоимость;

---

[19] *Free float* или *public float* определяется как доля акций, которые держат инвесторы, за исключением доли во владении инвесторов, держащих крупные пакеты акций компании, а также акций, имеющих ограниченное хождение или находящихся во владении инсайдеров.
[20] Sukhanov G., Ganelin M., Kazakov A., "Catch the Falling Stars", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, September 2008.
[21] Sukhanov G., Ganelin M. "Deep Value Perfomance", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, March 2008.
[22] http://www.rts.ru/s384
[23] Satya Dev Pradhuman, “Small-cap Dynamics: Insights, Analysis, and Models”, Business & Economics, 2000, p.5-6.

2) «падший ангел» (от англ. “Fallen angels”) – компания, чей гиперактивный рост привел к допущению серьезных ошибок, которые повлияли на снижение конкурентоспособности и привели к падению стоимости акций.

3) «вернувшийся в нормальное состояние падший ангел (от англ. “Rebounding fallen angels”) – компания из 2-ой категории, сумевшая вновь начать стремительный рост.

Определение рынка акций компаний малой капитализации

В зарубежной и отечественной литературе не удалось обнаружить конкретное определение понятия «рынка акций компаний малой капитализации». Прадхуман в своей книге отмечает использование в качестве синонима термина «вторичный рынок»[25]. Проанализировав использование данного термина на практике, можно предложить следующее определение. «Рынок акций компаний малой капитализации - составная часть рынка капиталов; рынок торговли ценными бумагами, как допущенными к торгам на какой-либо бирже, так и торгуемыми на внебиржевом рынке, на котором происходит купля-продажа акций компаний малой капитализации, то есть компаний с компаний с капитализацией менее 1 млрд. долл. США».

Мировые тенденции развития рынков акций компаний малой капитализации

Согласно отчету World Federation of Exchange, проанализировшему 40 мировых бирж, сегментация фондовых площадок по структуре эмитентов разной капитализации, довольно сильно различается[26]. На крупнейшем фондовом рынке США большинстве акций компаний капитализации торгуется на бирже Nasdaq. На рисунке 1 представлено сравнение структуры торговли между NYSE и Nasdaq:

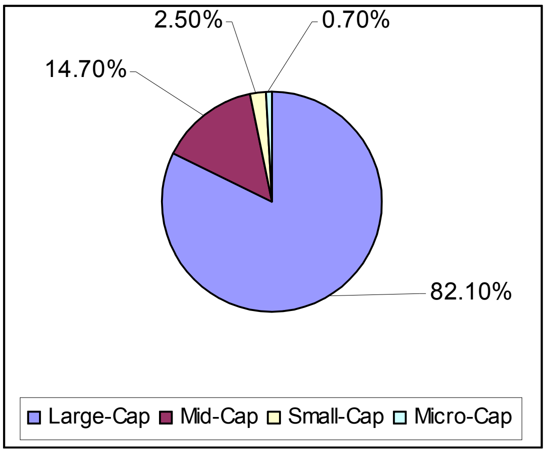
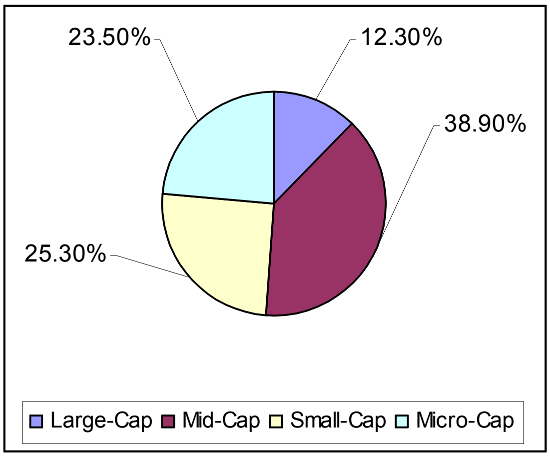
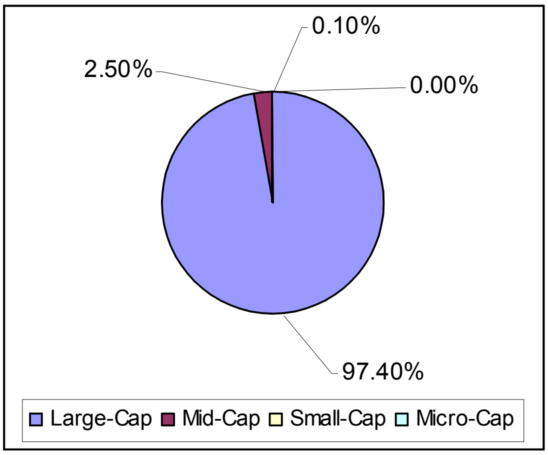
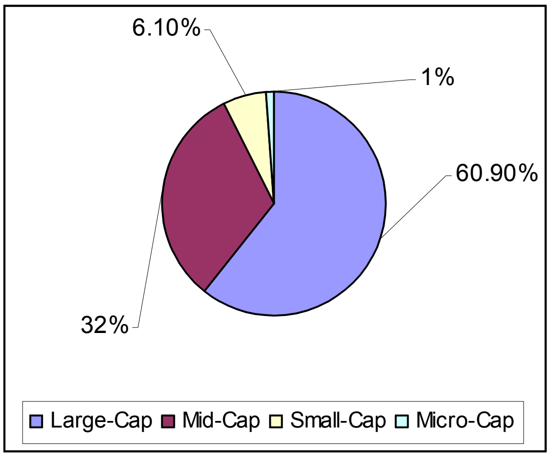
---

[24] От англ. Growth Stock - акции компаний, имеющих хороший потенциал для будущего роста прибыли; инвесторы в такие акции ожидают получить доход не столько за счет дивидендов, сколько за счет роста курсовой стоимости акций.

[25] Satya Dev Pradhuman, “Small-cap Dynamics: Insights, Analysis, and Models”, Business & Economics, 2000, p.4. Стоить отметить различие смысла данного термина от широко используемого понятия «вторичного рынка, как рынка, на котором происходит обращение ценных бумаг».

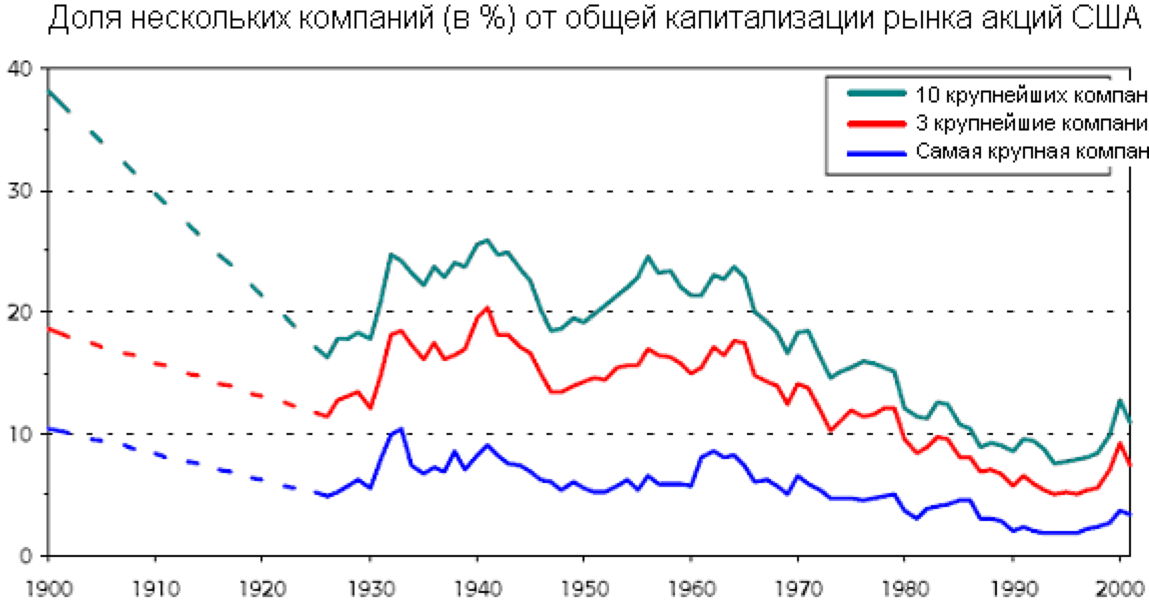
[26] См. Приложение 1. Источник: WFE, Domestic Market Capitalization Segmentation Survey, 2007.

Рисунок 1. Сегментация Nasdaq и NYSE на начало 2008 года

	Совокупная рыночная капитализации по сегментам	Общее количество торгуемых бумаг по сегментам
Nasdaq		
NYSE		

Итогом 80-х – 90-х г.г. XX-го века стала международная тенденция увеличения доли малых и средних компаний на биржевых рынках акций. Подтверждением подобных процессов является снижение концентрации фондовых рынков акций, в частности в США в период с 1960-х по 2000 год доля капитализации 10 крупнейших акций уменьшилась примерно с 25 до 10% (см. рисунок 2).

Рисунок 2. Концентрация фондового рынка США, данные за 1900 год и период с 1926 по 2000 г[27].



Помимо непосредственно увеличения количества и доли акций компаний малой капитализации на мировых биржах, начиная с 70-х годов прошлого века в международной практике создаются специальные рынки акций молодых, растущих компаний, которые являются «точками роста» и центрами инноваций (в 80-е годы создавались «вторые» и «третьи», «параллельные» рынки, в 90-е – рынки акций компаний с малой капитализацией (small caps) или новые рынки (“New Markets”)[28].

По состоянию на начало 2008 года по данным World Federation of Exchanges, объединяющей 51 фондовую биржу в различных странах, на 26 из них представлены специальные биржевые сегменты, предназначенные для размещения компаний малой и средней капитализации. Как показывает проведенный анализ (см. таблицу 2), в ряде стран данные рынки имеют значительные масштабы в рамках общего рынка. На них котируются от 5 до 60% от общего числа компаний, а доля оборота доходит до 35%. На биржах Англии, Японии, Италии, Таиланда, Китая и Ирландии «рынки роста» получили стремительное развитие в последние несколько лет. К примеру, на новом рынке Лондонской фондовой бирже – AIM (Alternative Investment Market) – число имеющих листинг компаний увеличилось с

[27] “Triumph of the Optimists” by Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Princeton University Press, 2002.
[28] Я.М.Миркин. Лекции по курсу «Институты финансовых рынков», Москва, 2007.

2003 до к 2007 года более чем в два раза с 754 до 1694, что составляет уже более половины котируемых на LSE акций.

Таблица 2. Соотношение «рынков роста», на которых котируются акции компаний малой и средней капитализации, к фондовой бирже в целом[29]

Фондовая биржа	Рынок малых и средних компаний	Доля от общего числа компаний на бирже				Доля в общем объеме торгов на бирже			
		2004	**2005**	**2006**	**2007**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
TSX Group	*TSX Venture*	61.3%	59.1%	58.4%	59.2%	1.3%	1.4%	2.3%	2.6%
Bombay SE	*Indonext*	11.0%	11.0%	11.1%	11.1%	н.д.	5.5%	5.2%	3.7%
Bursa Malaysia	*Second Board&Mesdaq Market*	35.6%	36.8%	36.9%	35.6%	15.8%	0.7%	16.2%	7.8%
Hong Kong Exchanges	*Growth Enterprise Market*	18.6%	17.7%	16.9%	15.6%	0.8%	0.6%	0.7%	1.0%
Korea Exchange	*Kosdaq*	н.д.	56.8%	57.0%	58.2%	н.д.	36.1%	33.5%	26.9%
Osaka SE	*Nippon New Market "Hercules"*	10.1%	11.7%	33.4%	36.3%	25.7%	40.4%	49.1%	20.5%
Shenzhen SE	*SME Board*	7.1%	9.2%	17.6%	30.1%	5.1%	9.5%	9.1%	10.1%
Singapore Exchange	*SGX Catalist*	25.8%	24.9%	23.9%	20.6%	3.6%	2.2%	2.9%	4.7%
Thailand SE	*Market for Alternative Investment (mai)*	5.2%	7.1%	8.1%	9.2%	0.7%	0.9%	0.7%	2.1%
Tokyo SE Group	*Mothers*	5.3%	6.4%	7.7%	8.2%	3.2%	4.2%	3.3%	1.8%
Athens Exchange	*Atex Medium & Small Cap Category*	н.д.	70.1%	60.0%	56.2%	н.д.	6.5%	8.1%	7.5%
Borsa Italiana	*Mercato Expandi*	4.7%	6.4%	8.4%	11.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
Deutsche Bцrse	*Entry Standard*	н.д.	2.6%	10.0%	12.9%	н.д.	0.1%	0.4%	0.3%
Euronext	*Alternext*	н.д.	1.6%	6.2%	10.3%	н.д.	0.0%	0.0%	0.1%
Irish SE	*Irish Enterprise Exchange*	12.3%	19.7%	32.9%	41.1%	0.4%	0.5%	2.1%	1.6%
Istanbul SE	*Second National Market*	6.1%	5.9%	5.7%	5.3%	0.8%	1.4%	1.7%	1.3%
London SE	*AIM*	36.0%	45.3%	50.2%	51.2%	0.3%	0.7%	0.8%	1.0%
Wiener Bцrse	*Second Regulated Market and Third Market*	27.5%	24.3%	28.3%	28.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.7%

Столь активное развитие рынков акций малой капитализации в последние 20-30 лет можно объяснить несколькими основными факторами:

1) *акции small cap стали популярны как у крупных институциональных, так частных инвесторов*, по нескольким основным причинам:

a) вложение в акции компаний малой капитализации обеспечивает дополнительную диверсификацию вложений в портфельном менеджменте;

b) существует общепризнанное мнение, что среди small cap возможно найти сильно недооцененную компанию, потенциал которой еще не

[29]Расчеты автора на основе статистических данных World Federation of Exchanges (http://www.world-exchanges.org/)

успели оценить аналитики и инвесторы, а следовательно текущая рыночная стоимость может быть значительно ниже справедливой оценки;

c) Больший потенциал роста small cap;
d) Возможность показать большую доходность, чем индекс;
e) Многие институты коллективных инвестиций не инвестирует в small cap, что дает преимущества частным инвесторам;
f) Лучшая приспособляемость к изменяющимся внешним условиям;
g) Возможность стать объектом поглощений и др.

Помимо приведенных выше преимуществ акций small cap для инвесторов, существует множество эмпирических исследований, демонстрирующих что АКМК обеспечивают большую доходность по сравнению с «голубыми фишками» за длительный период как на рынке США, так и на большинстве фондовых рынков других стран. Данная закономерность получила название «эффекта размера» и считается на сегодняшний день основной документированной аномалией эффективного рынка[30].

Действительно, согласно данным Ibbotson Associates[31], инвестиционно-консалтинговой компании, которая отслеживает данные по доходности акций за длительный период, котировки small caps в среднем показывали рост более чем на 12% за период между 1927 и 2007 годом, по сравнению с около 10% роста, который показали акции голубых фишек. Далее в разделах 1.2 и 1.3 будут более подробно рассмотрены теоретические доказательства и критика «эффекта размера».

2) *проведение публичного размещения акций является по многим причинам выгодным не только для зрелых и крупных частных компаний, но и для небольших быстрорастущих компаний*, в том числе выращенных с помощью привлечения венчурного капитала;

3) *начиная с 80-х годов XX-го века идет активная конкуренция фондовых бирж*, которые заинтересованы в максимальном расширении спектра предоставляемых услуг и привлечении самого широко круга инвесторов и эмитентов, в том числе из числа компаний малой и средней капитализации.

---

[30] "Efficient Capital Markets", Frank K. Reilly, Keith C. Brown, CFA Level 1 Curriculum, 2008, p.73.
[31] 2008 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook, Morningstar Inc.

В главе 2 будут рассмотрены практические преимущества small cap, благодаря которым рынки акций малой капитализации получили активное развитие, а также более подробно рассмотрены особенности рынков в различных странах.

1.2. Теоретическое исследование «эффекта размера»

Особый интерес к компаниям малой капитализации появился в 1980-х годах с появлением эмпирических научных исследований в данной области. В 1981 году Рольф Банц, выпускник Чикагского Университета, провел исследование доходности акций в разработанной в университете базе данных, составленной Центром Исследований Стоимости Ценных Бумаг.[32] В своей работе[33] он продемонстрировал, что для котируемых на NYSE компаний существует существенная обратная взаимосвязь между доходностью акции и размером компаний, при этом небольшие компании обеспечивают большую доходность. Несмотря на то, что он обнаружил, что инвестиции в small cap обычно несут в себе больший риск, обнаруженные результаты были сильными и существовали даже после корректировки на риск.

Премия доходности за инвестиции в small cap оказалось значительной. После корректировки на риск, Банц обнаружил, что различие в доходностях между 50-ю крупнейшими и самыми мелкими акциями составляло 1.01% в месяц. Он также обнаружил, что «эффект размера» применим ко всем компаниям в целом и что самые небольшие компании показывают лучшую доходность. Премия за размер не наблюдалась в течении каждого года, и даже не была видна в течение каждого 5-летнего отрезка времени, однако тем не менее существовал сильный и существенный эффект на протяжении целого 45-и летнего периода, который был проанализирован в работе.

Банц также сконструировал децили из всех акций, котирующихся на NYSE, за исключением иностранных бумаг и бумаг инвесткомпаний. Он сформировал рэнкинг компаний по размеру рыночной капитализации и затем разделил их на 10 портфелей в зависимости от размера, каждый из которых содержал одинаковое количество акций. Центр CRSP с того времени регулярно обновляет данные

---

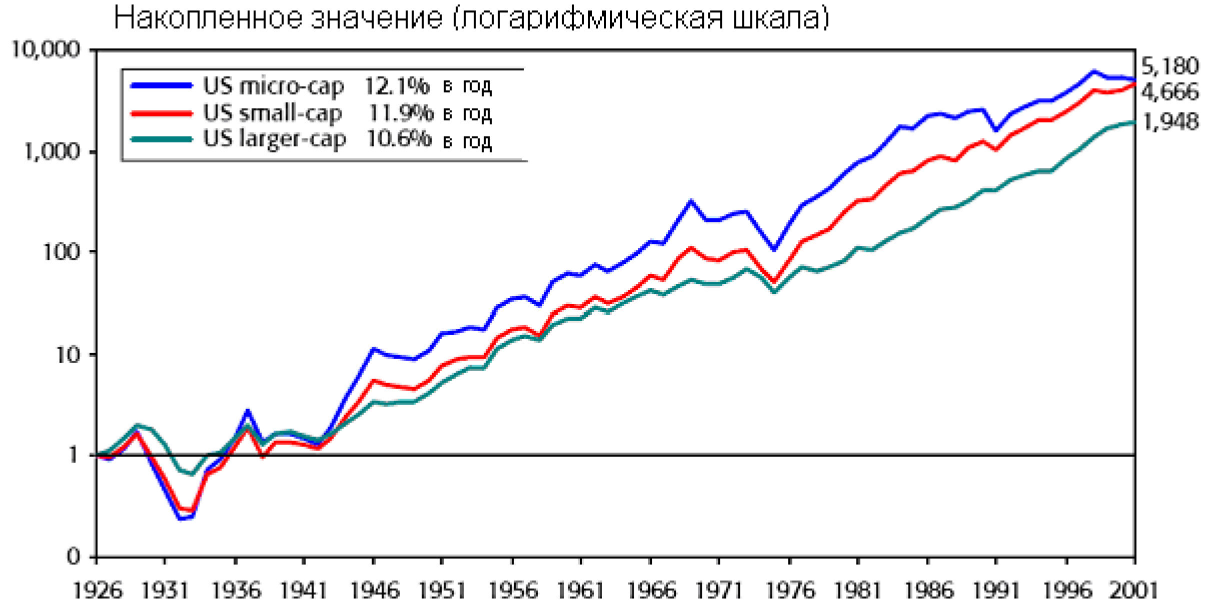
[32] Center For Research in Security Prices (CRSP), создан в 1960 г. в Graduate School of Business, The University of Chicago. (www.crsp.chicagogsb.edu). Данный центр разработал качественную методику создания портфелей, различающихся капитализацией входящих компаний. Данная методика применяется ко всем ценным бумагам, имеющим листинг на NYSE/AMEX/NASDAQ, начиная с 1926 года. На основе этих данных проводится большинство исследований «эффекта размера», в частности ежегодно публикует свою работу компания Ibbotson Accociates, рассчитывающая значение премии за размер. Подробнее см. Marilyn Kun, “A Work of Art: CRSP's Database”, GSB Chicago magazine, volume 17, number 2, Spring 1995. (http://www.dfaus.com/library/reprints/work_of_art/)

[33] Rolf. Banz, The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, vol. 9. (1981), pp. 9:3-18.

портфели, изменяя их ежеквартально и рассчитывая доходности каждого из них. Данные децили публикуются ежегодно компанией Ibbotson Associates и используются на практике портфельными управляющими и оценщиками[34].

Децили 9 и 10 содержат самые мелкие компании, названные акциями микро-капитализации (micro-cap), децили с 6 по 8-й названы small cap и децили с 1-го по 5-ый названы компаниями большой капитализации. На рисунке 3 показано сравнение доходности каждой из составленных групп за период1926-2000 г.

Рисунок 3. Сравнение доходностей small-cap и large-cap stocks в США



Таким образом, за весь исследованный период small-cap показали доходность большую, чем large-cap, а компании микро-капитализации продемонстрировали еще более высокую доходность. Как видно из рисунка 2, в некоторые отрезки времени small-cap показывали худшую доходность по сравнению с large caps. Приведенные выше значения не являются скорректированными на риск, тем не менее Банц обнаружил, что премия за размер существует даже после данной корректировки.

Таким образом, Банц пришел к выводу о существовании аномалии на фондовом рынке, то есть ситуации, в которой систематически наблюдаются результаты доходности ценных бумаг, которые не могут быть объяснены используемыми в настоящий момент системой взглядов и теориями.

[34]Последнее подобное издание - 2008 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook, Morningstar Inc.

Согласно широко известной гипотезе эффективного рынка (EMH) в ценах активов всегда уже заложены фундаментальные факторы, влияющие на оценку активов. Исходя из того, что вся известная на данный момент информация отражается на курсах ценных бумаг, следует, что текущая стоимость акций рассматривается как лучшая оценка ее будущей стоимости. Иными словами на эффективных фондовых рынках невозможно получить большую доходность инвестиций без соответствующего увеличения риска вложений.

Разработанная в 1960-х годах Шарпом и Литнером модель оценки капитальных активов (CAPM) заложила основные принципы современной оценки активов и широко известна и общепризнанна в настоящее время[35]. Модели EMH и CAPM стали основой анализа доходности акций в 1970-х и 1980-х годах.[36]

Согласно данным теориям доходность любого актива является линейной функцией от его систематического [рыночного, недиверсифицируемого] риска и ковариации доходности актива с доходностью рынка. Предполагается, что на эффективных рынках, все инвесторы диверсифицируют свои портфели согласно модели средней дисперсии Марковица (1952), тем самым, устраняя свою подверженность специфическим рискам отдельных компаний. Другими словами согласно CAPM существует положительная и линейная зависимость между ожидаемой нормой доходности и рыночным риском (так называемая Бэта), измеряемая сравнительно с рыночным портфелем, состоящим из всех ценных бумаг.

Согласно CAPM зависимость (Бэта) между рыночным риском и ожидаемой нормой доходности E(ri) ценной бумаги может быть выражена:

$Ri,t - Rf = вi(Rm,t - Rf)$

Где Ri,t – требуемая норма доходности, Rf – безрисковая ставка доходности, Rm,t – рыночный риск.

Тем не менее, несмотря на значительную роль CAPM в финансовом мире и теории финансов на протяжении многих лет, модель остается предметом критики среди многих ученых и экспертов. Проблема заключается в том, модель CAPM

[35] William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, vol.19, no.3 (September 1964), p.442 and John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, vol.47, no.1 (1965), pp. 221-245.

[36] "Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies", Jeremy J. Siegel, Edition: 4, illustrated, revised, McGraw-Hill Professional, 2007.

оказалась не способна объяснить аномалии доходности ценных бумаг[37], одну из которых в частности выявило исследование Банцом «эффекта размера».

По мере того как анализировалось все больше и больше исторической информации, показатель «Бэта» не смог продолжить успешно использоваться для объяснения различий в доходности отдельной ценной бумаги или портфеля ценных бумаг. В 1992 году Фама и Френч провели глубокое и широко признанное исследование[38], которое утверждает, что существует два фактора (размер компании и отношение «Рыночная стоимость/Балансовая стоимость»), которые являются более важными для оценки ценной бумаги, чем коэффициент Бэта. После проведения дополнительного анализа доходностей, авторы утверждают что доказательство против CAPM являются «неоспоримыми» и «аномалии средней доходности… являются достаточно серьезными для того чтобы сделать вывод о том что CAPM – не является верным приближением» доходности акции и предложили исследователям искать «альтернативные» и «иррациональные» модели оценки[39].

Существующие работы содержат большое количество эмпирических доказательств того, что CAPM не может полностью объяснить различия в доходности различных ценных бумаг за один промежуток времени. Простое и интуитивное взаимоотношение риска и доходности перестает работать на практике. В данных ситуациях доходность акции намного лучше объясняется дополнительным фактором, примененным в однофакторной оценке активов. На настоящий момент уже документировано существование большого числа аномалий, и их число продолжает расти. Некоторые из наиболее известных аномалий приведены в таблице 3[40].

[37] Термин «аномалия» впервые использован в работе Kuhn (1970). Зачастую нахождение аномалии ведет к постепенному переходу к новым теориям и парадигмам.
[38] Eugene F. Fama and Kenneth R. French, The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance, June 1992.
[39] Eugene Fama and Ken French, "The CAPM Is Wanted or Alive", Journal of Finance, vol. 51(December 1996), pp. 1947-1958.
[40] "Efficient Capital Markets", Frank K. Reilly, Keith C. Brown, CFA Level 1 Curriculum, 2008.

Таблица 3. Некоторые из наиболее известных аномалий фондового рынка

Впервые обнаружил (год открытия)	Аномалия
Реинганум (1983)	Эффект января
Френч (1980)	Эффект понедельника
Basu (1977, 1983)	Цена/прибыль (P/E)
Росенберг, Рейд, Ланштейн (1985)	Балансовая ст-сть/Рыночная ст-сть: BV/MV
Банч (1981)	Размер
Арбер, Штребель (1983)	Недостаток информации

Как уже было сказано выше, Банц не смог объяснить истинные причины существования «эффекта размера» и высказал точку зрения, что «пока мы не сможем найти ответ, он должен быть использоваться с осторожностью»[41]. Банц высказал предположение, что эффект может являться результатом недостатка информации о компаниях малой капитализации.

После появления исследования Банца, в 1980-90-х годах появилось множество исследований, проверяющих правильность его выводов и ищущих возможные теоретические объяснения «эффекта размера». Ранние работы посвящены анализу фондового рынка США. Ролл[42] представил объяснение, что small cap являются более рискованными, а соответственно и заслуживают большей ожидаемой доходности. Он аргументировал, что меры риска (Бэты) в исследовании Банца имеют погрешность в сторону уменьшения, поскольку существует автокорреляция доходностей АКМК, которые торгуются достаточно редко. Браун (Brown)[43] представил доказательство того, что «эффект размера» может быть частично объяснен различной информацией о крупных и мелких компаниях, что ведет к большей рискованностью вложений в small cap. Данное предположение было также проверено Амихудом и Мендельсоном (Amihud and Mendelson)[44], результатом которых стало предположение, что только рыночный риск и ликвидность акций, выражаемая как отношение bid\ask спреда, влияет на

[41] R. Banz, The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics,* p. 17.
[42] Roll, R., 1983, “Vas ist Das? The Turn-of-the-Year Effect and the Return Premia of Small Firms,” *Journal of Portfolio Management*, 9, 18−28.
[43] Brown, P., A.W. Kleidon, and T.A. Marsh, 1983, “New Evidence on the Nature of Size Related Anomalies in Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, 12, 33−56.
[44] Amihud, Y., and H. Mendelson, 1986, “Asset Pricing and the Bid-Ask Spread,” *Journal of Financial Economics*, 17, 223−249.

доходность акций. Фактически, «эффект размера» в их работах оказался незначительным и изменялся в различные промежутки времени.

Дальнейшее доказательство зависимости доходности от размера фирмы провели Чан и Чен (Chan and Chen)[45]. Они показали, что «эффект размера» является результатом погрешности измерения в оценке Бэты и является лишь отражением внутренних рисков заложенных в small cap. Они подчеркнули, что небольшие компании часто испытывают проблемы с эффективностью производства и наличием свободных денежных средств, что вызывает проблемы связанные с высоким финансовым рычагом. Данные обстоятельства часто оказывают понижательное давление на курс акций, и они сделали заключение, что small cap действительно являются более рисковыми инвестициями, тем самым, оправдывая большую ожидаемую доходность.

Фама и Френч[46] сделали окончательные выводы в необходимости отказа от CAPM в пользу трехфакторной модели (размер, «балансовая стоимость/рыночная стоимость» и рыночный риск). Тем не менее, они признали, что трудно найти экономические причины, по которым размер и коэффициент BV/MV являются факторами риска в ценообразовании активов. Берк представил теоретическое обоснование зависимости размера и доходности[47]. Он аргументировал, что обратная зависимость размера и доходности объясняется тем, что акции с высокими ожидаемыми доходностями имеют высокие ставки дисконтирования, что автоматически занижает их рыночную стоимость.

«Эффект размера» стал настолько захватывающим феноменом в финансовых дебатах, что продолжают появляться многие современные исследования, анализирующие различные его аспекты. Открытие существования премии за размер в США подтолкнуло многие исследователей по всему миру проверить наличие подобной премии в различных странах. Дьюк (Dijk)[48] проанализировал

[45] Chan, L.K.C., and N.-F. Chen, 1991, “Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms,” *Journal of Finance*, 46, 1467−1484.
[46] Fama, E.F., and K.R. French, 1992, “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance*, 47, 427−465.
[47] Berk, J.B., 1995, “A Critique of Size-Related Anomalies,” *Review of Financial Studies*, 8, 275−286. и Berk, J.B., 1996, “An Empirical Re-examination of the Relation between Firm Size and Return,” working paper, University of Washington.
[48] Mathijs A. van Dijk. Is Size dead? A Review of the Size Effect in Equity Returns, SSRN Electronic Library, 2007.

большинство наиболее известных исследований эффекта не только в США, но и в европейских и развивающихся рынках.

Рисунок 4. Международное доказательство эффекта размера[49]

На первый взгляд, международное доказательство «эффекта размера» является внушительным. Акции небольших компаний показывают большую доходность в 16 из 17 проанализированных как развитых, так и развивающихся рынков. Тем не менее, как отметил в своей работе Дьюк надежность данных доказательств достаточно сомнительна. Большинство исследований используют небольшие объемы данных, короткие периоды оценки и (или) страдают от недостатка данных. Лишь некоторая часть исследований проводит глубокий анализ скорректированных на риск доходностей. Несколько работ, которые проводят подробное расследование устойчивости «эффекта размера» показывают, что во многих странах в последние несколько лет данный эффект практически либо полностью пропал.

Подводя итог, можно сказать, что «эффект размера» (Size-effect или small-cap effect) стал одной из самых известных и широко исследуемых аномалий фондового рынка в 20-м веке. До сих пор реальность существования данного эффекта является предметом интенсивных дебатов между критиками, приводящими в пример множество сомнений в реальности получения дохода инвесторами и сторонниками, приводящими все новые и новые доказательства

[49] Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, “Triumph of the Optimists”. Princeton University Press, 2002.

существования аномальной доходности. В разделе 1.3. будут рассмотрены возможные объяснения и критика эмпирических работ, аргументирующих существование премии за размер.

1.3. Критический анализ существующих концепций

С момента появления первых исследований, посвященных «эффекту размера» в начале 1980-х, было опубликовано множество работ, анализирующих правильность использованных при открытии эффекта методологий и ставящих под сомнение существования премии за размер компании. В данном разделе представлены основные аргументы против данной теории.

Дата майнинг

Одним из наиболее распространенных критических замечаний в адрес «эффекта размера» является так называемая проблема «Дата майнинг» или проблема извлечения данных[50]. Объясним, в чем заключается ее суть. Если очень подробно изучать практически любой набор чисел, то всегда можно обнаружить закономерность. Так как аномалии являются определенными закономерностями в доходностях ценных бумаг, то человек, который изучает сотни различных взаимоотношений и миллионы наблюдений, практически наверняка сможет найти определенную закономерность. Подобная проблема получила название «дата майнинг». Например, допустим, мы хотим найти закономерность между доходностью акций и каким-либо количеством случайных переменных, таких как погода в Нью-Йорке, количество пятен на солнце, высота океанских волн, рост населения в мире, количество птиц в Москве. Если использовать очень большое количество возможных взаимоотношений и сделать достаточное количество попыток, то вполне возможно, что удастся найти значительную статистическую зависимость между доходностью акций и каким-либо другим фактором[51]. Очевидно, что в приведенном выше примере, данное отношение на самом деле не существует и является случайностью. В менее явных случаях, искусственные аномалии обязательно должны быть отделены от настоящих. Для того чтобы это

[50] От англ. Data mining
[51] “Efficient Capital Markets”, Frank K. Reilly, Keith C. Brown, CFA Level 1 Curriculum, 2008, p.102.

сделать, возможно, наиболее важной вещью является то, что нужно интуитивно оценить логичность существования взаимоотношения, открытого в исследовании.

В нашей ситуации возникает вопрос – является ли логичным то, что акции компаний малой капитализации обеспечивают большую доходность для инвесторов? Как подчеркивают многие исследователи, при анализе акций компаний малой капитализации, возможно, вполне разумно предположить (как сделали Фама и Френч), что большая доходность небольших компаний является логичной, как результат больших рисков, которые принимают на себя small-cap инвесторы. При прочих равных условиях, стоимость капитала для АКМК больше, чем для более крупных компаний. Большая стоимость капитала обеспечивает больший возврат для тех, кто его предоставляет, то есть инвесторов. Кроме того, волатильность, как мера риска для small-cap, обычно значительно выше, чем у компаний - «голубых фишек». Таким образом, дополнительная доходность – разумная премия за риск.

Другим путем проверки «дата майнинг» является проведение так называемого out-of-sample test, то есть проведение теста найденной зависимости, используя данные либо 1) за другой временной промежуток либо 2) из другой страны.

Фама и Френч протестировали различные периоды времени и обнаружили, что обнаруженная зависимость является достаточно устойчивой в разные отрезки времени:

- С июля 1929 по июнь 1963 г – small-cap премия составила 2.28%
- С июля 1963 по июнь 1997 г – small-cap премия составила 2.52%
- С июля 1929 по июнь 1997 г – small-cap премия составила 2.40%[52]

Также как уже было указано, выше существует большое количество международных доказательств существования «эффекта размера», то есть наличие премии за размер в большинстве как развитых, так и развивающихся стран. К примеру, в период 1955 по 2000 года, в Англии акции крупных компаний показывали среднюю доходность в 14.9% по сравнению с 17.6% у компаний малой капитализации и 20.8% у компаний микро-капитализации[53].

---

[52] Fama, E.F., and K.R. French, 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47, 427–465.

[53] Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, "Triumph of the Optimists". Princeton University Press, 2002.

Другими основными аргументами против «эффекта размера являются следующие[54]:

Бид/аск спрэд

Некоторые приводят доводы, что разница между покупкой и продажей акций дает погрешность в определении доходностей акций, в особенности компаний малой капитализации, которые имеют меньшую ликвидность и большие спреды.

Нечастая торговля и Бэты акций small cap

Существует аргументы, что Бэты для небольших, редко торгуемых компаний оцениваются неправильно, в частности, они как правило слишком низкие. Если бы Бэты были достаточно высоки, чтобы полностью отражать присущий акциям риск, то премия за размер могла бы исчезнуть.

Транзакционные издержки

Согласно одной из теории small cap обеспечивают большую доходность для того, чтобы компенсировать инвесторам высокие транзакционные издержки. Тем не менее, при оценке бизнеса, обычно применяется одна ставка дисконтирования для денежных потоков, которая не отражает транзакционные издержки продавца и покупателя.

Погрешность из-за делистинга акций

Существует доказательства того, что база CRSP, используемая для подтверждения существования «эффекта размер» имеет погрешности, связанные с делистингом акций. Это создает потенциальную погрешность, поскольку акции обычно показывают отрицательную доходность после делистинга. Так как обычно делистинг чаще бывает у акций с небольшой капитализацией, то это частично объясняет существование наблюдаемого эффекта размера.

Доходности АКМК непредсказуемы

Так как инвесторы не могут предугадать, когда доходности small cap будут больше чем крупных компаний, был выдвинут аргумент, что они не ожидают большей нормы доходностей от АКМК.

[54] 2008 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook, Morningstar Inc., p. 156-159.

Выводы

Проведенный в главе 1 анализ показал, что в мировой и российской практике не выработано единого подхода к определению акции компании малой капитализации. В работе приведены основные критерии отнесения к данной категории, которые используются как в теории, так и на практике.

Можно сделать вывод, что существует целый ряд факторов, благодаря которым рынки small cap стремительно развивались в различных странах в последние 30 лет, в частности увеличивалась доля компаний малой капитализации на биржах, а также создавались специальные биржевые площадки для размещения подобных компаний.

Анализ теории существования «эффекта размера» показал, что в научной литературе не выработано однозначного ответа и существуют аргументированные точки зрения «за» и «против» данной аномалии. В связи с этим, можно сделать вывод, что квалифицированные инвесторы в своей практике выбирают акции компании малой капитализации не только по причине теоретически большей доходности, а скорее из-за множества других факторов, которые более подробно будут рассмотрены в главе 2.

Глава 2. Анализ рынка акций компаний малой капитализации в мировом аспекте

2.1. Преимущества и недостатки рынка small cap для инвесторов

2.1.1 Преимущества для инвесторов

В данном разделе пойдет речь об особенностях акций малой капитализации по сравнению с «голубыми фишками», которые обеспечивают интерес как со стороны крупных институциональных, так и относительно небольших индивидуальных инвесторов.

а) Возможность диверсификации

Инвесторы, которые диверсифицируют свои портфели, инвестируя в акции компаний по всему миру (международная диверсификация), размещают большую часть своих средств в акции компаний большой капитализации. Однако, из-за продолжающихся глобализационных процессов можно наблюдать тенденцию увеличения корреляции между акциями крупных компаний в различных странах и индексами развитых фондовых рынков, что тем самым существенно уменьшает преимущества международной диверсификации[55]. С другой стороны, курсы акции небольших, ориентированных на внутренний рынок компаний, не демонстрируют столь сильную тенденцию зависимости от мировых индексов. Хуанг, Еун и Лай оценили потенциал акций компаний малой капитализации в целях международной диверсификации за период 1980-1999. Они сделали вывод, что дополнительные преимущества от расширенной диверсификации с использованием small cap являются статистически существенными и не исчезают даже при сильных рыночных отклонениях.[56]

[55] Wei Huang, Cheol S. Eun, Sandy Lai. “International Diversification with Large- and Small-Cap Stocks”, SSRN Electronic Library, 2007.
[56] Там же.

b) Крайне ограниченное внимание инвестиционных аналитиков к компании, что дает инвесторам хорошую возможность найти недооцененную инвестиционную идею

Данная особенность small cap является одной из наиболее важных и интересных. Большинство инвестиционных аналитиков в мире не успевают, либо не заинтересованы в анализе акций компаний малой капитализации. Основными клиентами крупных брокерских домов являются инвестиционные фонды с несколькими миллиардами долларов под управлением, которые, как правило, не заинтересованы в поиске инвестиционных идей из числа компаний малой капитализации. Основной объем доходов брокерских домов формируется за счет сделок с небольшим количеством крупных компаний, анализ которых занимает большую часть времени инвестиционных аналитиков.

Следовательно, по многим АКМК существует малое, либо нулевое количество аналитических отчетов и прогнозов. Подобный недостаток внимания инвестиционного сообщества объясняет часто возникающий отрыв рыночной стоимости компании малой капитализации от фундаментальных факторов.

Возникает ситуация, когда существует большое количество компаний с хорошими фундаментальными показателями и перспективами роста, но недостаточно исследованные аналитиками. Поэтому у рядового инвестора существуют хорошие шансы самостоятельно отыскать инвестиционную идею, не ориентируясь на чьи-либо прогнозы и рекомендации.

К тому же акции компании могут «выстрелить» в случае появления интереса аналитиков, выпустивших отчеты. К примеру, после того как 8 января 2007 года, UBS Securities повысили рекомендацию по акциям IBM (NYSE:IBM) с «нейтрально» до «покупать», то акции прибавили на новостях около $1.17 или около 1%. В то же время повышение рекомендации аналитиком Брайаном Мюрреем 6 сентября 2006 года по акциям компании Wilson's Leather (Nasdaq:WLSN) до «покупать» вызвало рост котировок в 12% в течении одной недели. Подобный эффект объясняется тем, что акции IBM покрывали 25 брокерских компаний, а акции Wilsons анализировали лишь 5 аналитиков.[57]

[57]http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/small-cap.asp

По мере того, как small cap компания вырастает она начинает привлекать внимание крупных инвестфондов, которые традиционно приобретают значительные пакеты акций, тем самым оказывая дальнейшее повышающее движение на курс акций. Появление среди инвесторов крупных институциональных фондов способно вызвать стремительный рост, а следовательно дает огромные возможности для тех инвесторов, которые вложат свои средства в акции заранее.

c) Большой потенциал роста

Как показывает практика развитых стран, многие «голубые фишки» в свое время выросли из компаний малого и среднего бизнеса. Каждый инвестор мечтает найти «звезду» наподобие Microsoft, Wal-Mart или Cisco, то есть компаний, капитализация которых выросла с момента IPO в десятки и сотни раз.

Крупная компания, к примеру с капитализацией 5 млрд. долл. США, имеют намного меньшие возможности вырасти в 2 раза, по сравнению с компанией малой капитализации, которая имеет так называемый эффект низкой базы. Путем стремительного расширения и захвата рынков (а возможно, и создания нового рынка, как произошло с рядом технологических прорывов), некоторым компаниям малой капитализации удалось показать выдающиеся результаты (к примеру, акции Wal-Mart выросли в номинальных ценах с 1972 года в 800 раз, а акции Cisco с 1990 года в 190 раз)[58].

d) Возможность показать большую доходность, чем индекс

Многие теоретические и практические доказательства показывают, что на эффективных фондовых рынках портфельные менеджеры в большинстве случаев не способны показывать доходность большую, чем индекс акций. Традиционно, привлекательность инвестиционных фондов объясняется двумя обстоятельствами: 1) диверсификацией вложений за счет инвестиций в большое количество акций; 2) способность управляющих отыскивать действительно недооцененные активы.

К сожалению клиентов инвестфондов, портфельные менеджеры в среднем показывает отрицательный коэффициент «альфа»[59] (одна из наиболее распространенных оценок эффективности управления, считается как разница между доходностью портфеля и индексом за определенный период). Это

---

[58] Расчеты автора на основе данных http://finance.yahoo.com/

[59] "**Better than beta?",** *The Economist*, Feb 28th 2008

объясняется в частности тем, что доходность портфеля в данном случае считается после вычета комиссии за управление, которая зачастую бывает значительной.

С 1990 года количество хедж-фондов возросло в мире в 14 раз и превысило 7000, но это не привело к снижению цен на их услуги. Как правило, фонды взимают с клиентов комиссию за управление в размере 2% стоимости активов и берут еще 20% разницы между фактической и некоторой минимальной прибылью. Грубый расчет показывает, что в пиковом 2007 году хедж-фонды по всему миру получили только в виде комиссионных 33 млрд долларов.[60]

При этом возникает вопрос целесообразности оплаты существенных комиссий, взимаемых активными портфельными менеджерами. Широко распространенной является практика индексного инвестирования, то есть вложения средств из портфеля в полном соответствии со структурой индекса. Подобная стратегия пассивного инвестирования имеет более низкие издержки для частного инвестора и является очень популярной в мировой практике.

С другой стороны существует распространенное мнение, что акции компаний малой капитализации, предлагают намного лучшие возможности для активного менеджмента по сравнению с инвестициями в акции крупных компаний. Подобное утверждение объясняется слабой эффективностью рынка small cap, на котором намного более распространенны несправедливо оцененные компании.

e) Многие институты коллективных инвестиций не инвестирует в small cap, что дает преимущества частным инвесторам

В развитых странах, основными инвесторами на фондовом рынке выступают крупные взаимные фонды (к примеру, фонды под управлением двух крупнейших мировых управляющих компаний Fidelity и The Vanguard Group), имеющие активы в десятки и сотни миллиардов долларов США.

Многие small cap имеют очень низкую ликвидность и рыночную капитализацию, которая составляет малую долю от активов крупных инвестиционных фондов. Из-за данных обстоятельств вложения в подобные акции неинтересны для большинства фондов, поскольку не способны значительно повлиять на их доходность. С другой стороны, это дает особые преимущества индивидуальным инвесторам, которые имеют возможность найти и вложиться в

[60] **“One-and-ten”,** *The Economist*, Jan 29th 2009

многообещающую компанию раньше, чем она дорастет до таких размеров, которые заинтересуют крупных институциональных инвесторов.

f) Лучшая адаптируемость к изменяющимся внешним условиям

Как однажды заметил во время конференц-колла Эмир Шмидт, возглавлявший компанию Novell (Nadsaq:NOVL) и позднее перешедший в (Nasdaq:GOOG), большие компании это как авианосцы или круизные лайнеры, которым «нужно много времени, чтобы изменить направление движения»[61]. Во-многих случаях, это прекрасная аналогия. В действительности, для крупной компании может понадобиться много лет, чтобы принести новый продукт на рынок, лишь потому что это требует рассмотрения и одобрения большого количества комитетов. Развивающиеся небольшие компании, с другой стороны, имеют намного меньшие бюрократические процедуры и большое стремление выпустить как можно скорее продукт на рынок и обеспечить собственное выживание в конкурентной борьбе. Кроме того, как отметил в своей книге Клейтон Кристенсен[62] крупные компании, как правило, концентрируются на развитии существующих продуктов и удовлетворении потребностей клиентов. При этом большие компании зачастую не уделяет должного внимания новым технологиям, которые на текущей стадии не интересуют клиентов из-за своей низкой степени развития и различных неудобств. Хорошим примером служит история с производителями мониторов для компьютеров на основе электронно-лучевых трубок (ЭЛТ). В момент появления ЖК-технологии были настолько медленными, дорогими и дающими некачественное изображение, что крупнейшие ЭЛТ-производители не считали необходимым заниматься развитием данного направления. Все это привело к тому, что небольшие высокотехнологичные фирмы, не способные тягаться с лидерами в ЭЛТ-дисплеях, постепенно развивали ЖК и в конечном итоге вытеснили большинство фирм-консерваторов с рынка мониторов.

Таким образом, способность небольших компаний в короткие сроки и намного более эффективно использовать открывающиеся возможности (входить на новые рынки, представлять новые продукты) позволяет таким компаниям

[61] http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/small-cap.asp

[62] Клейтон М. Кристенсен, «Дилемма инноватора. Как из-за новых технологий погибают сильные компании», Альпина Бизнес-Букс, 2004.

показывать намного большие темпы роста выручки и прибылей по сравнению с крупными компаниями, тем самым быстрее увеличивая свою рыночную капитализацию.

g) Возможность стать объектом поглощения

Крупные компании могут и делают слияния и поглощения с другими крупными компаниями, но это происходит достаточно редко. С другой стороны, небольшие компании практически всегда являются потенциальным объектом поглощения со стороны лидеров отрасли. Постоянная возможность быть купленным более крупным игроком выступает вечным ускорителем для стоимости акций. В большинстве случаев для многих больших компаний, которые ищут пути расширения бизнеса и располагают значительными денежными средствами, намного проще и быстрее бывает купить небольшую компанию, которая запустила новый продукт, чем запустить собственное производство похожей продукции. По этой причине крупные компании, как правило, готовы платить хорошую премию за приобретение компании малой капитализации, что опять же делает акции small cap более привлекательными для инвестирования.

2.1.2. Преимущества для компаний

Как показывает опыт западных стран, первичное публичное размещение акций (IPO) является для небольшой компании одним из лучших инструментов для ускорения роста капитализации бизнеса. Приведем основные положительные моменты проведения IPO для компании:[63:]

1. возможность привлечения больших объемов финансирования на неограниченный срок;
2. диверсификация источников привлечения средств компании-эмитента (отсутствие зависимости от одного кредитора или инвестора);
3. отсутствие необходимости обременения активов, либо предоставления иных гарантий, при привлечении финансирования;
4. отсутствие гарантированных выплат по привлеченным средствам (за исключением привилегированных акций);
5. рост известности и лучший имидж;

[63] Использованы материалы Я.М.Миркина «Лекции по курсу «Институты финансовых рынков», Москва, 2007.

6. создание публичной кредитной истории эмитента, рост его привлекательности в глазах иностранных инвесторов;
7. улучшение финансового состояния компании за счет поступления доходов от продажи акций на счет предприятия и увеличения его балансовой стоимости. При IPO происходит увеличение собственного капитала компании как за счет роста акционерного капитала в результате продажи акций компании, так и за счет добавочного капитала вследствие получения эмиссионного дохода.
8. повышение уровня повышения финансового менеджмента компании, так как проведение IPO предполагает появление внешнего контроля над деятельностью компании и требует наличие таких вещей как отчетность по международным стандартам, четкая система представления результатов работы и планирования будущей деятельности.

Еще одним существенным фактором, который оказал влияние на увеличение количества IPO (в особенности компаний малой капитализации) в последние 30 лет, является стремительное **развитие индустрии венчурного инвестирования, которая зародилась в США во второй половине XX века.** Венчурный капитал – средства, вкладываемые в проекты, которые из-за своей новизны отличаются особенно высокой степенью риска и которые не удается финансировать с помощью традиционных средств внешнего финансирования; в основном вкладывается в новые или реорганизуемые компании, в том числе малые предприятия с высоким потенциалом развития, или в рискованные акции. Особенность механизма венчурного финансирования заключается в том, что венчурный инвестор вкладывает свои средства на непродолжительный период (обычно 3-5 лет), в расчете на резкий рост бизнеса компании и нуждается в выходе из капитала путем продажи своей доли другим инвесторам. В данном случае, IPO является одним из наиболее эффективных и прозрачных способов выхода из венчурных инвестиций[64].

До второй мировой войны, инвестиции венчурного капитала (ранее также называвшегося «капиталом развития») обычно осуществлялись в небольших количествах богатыми людьми или семьями (сейчас данный тип инвестора обычно

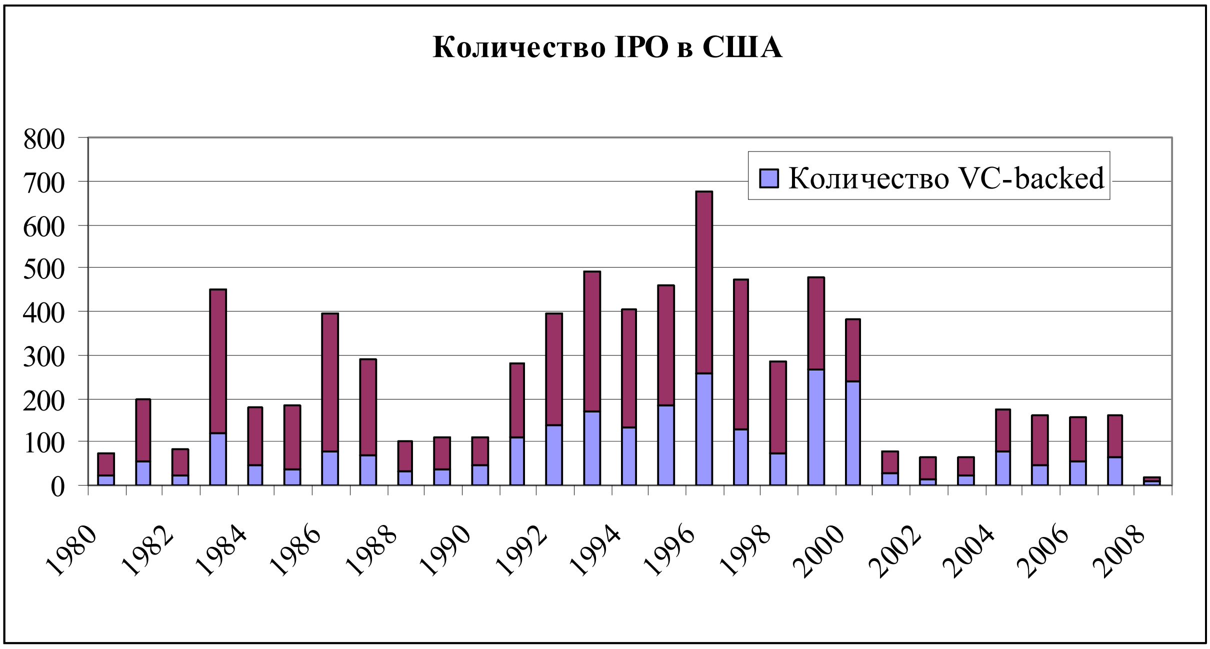
[64] По данным National Venture Capital Association (www.nvca.org)

называют «бизнес-ангелом»). 1946-ой год можно считать годом появления первых двух компаний, похожих на современные венчурные фонды. American Research and Development Corporation. (ARDC) and J.H. Whitney & Company.

Широкий успех индустрии венчурного капитала в 1970-х и начале 1980-х годов (например, рост ряда компаний, привлекших венчурный капитал – DEC, Apple) привел к резкому увеличению количества венчурных фондов, число которых выросло с нескольких десятков в начале 80-х до 650-и в конце десятилетия. Но настоящий бум венчурных инвестиций произошел в период 1995-2000-х годов на волне гигантского растущего интереса к Интернету и другим компьютерным технологиям.

Согласно данным профессора университета Флориды Джея Риттера, собирающего и анализирующего статистику по IPO в США, за период 1980-2008 годов было проведено 7377 IPO, из которых **35% относятся к так называемым VC-backed компаниям**[65] (то есть компаниям, профинансированным на ранних стадиях венчурным капиталом):

Рисунок 5. Доля VC-backed размещений из общего количества IPO в США за период 1980-2008 гг.



[65] http://bear.cba.ufl.edu/ritter/IPOs2008VC.pdf

2.1.3. Преимущества для бирж

Массовое появление на фондовых биржах специальных сегментов, предназначенных для размещения акций компаний малой капитализации и тем самым позволяющее привлечь новых клиентов, также объясняется стремительно растущей конкуренцией на рынке фондовых бирж. Развитие технологий практически вытеснило традиционные методы работы бирж (электронные торги заменили торговые площадки с огромными помещениями и столпотворением брокеров). Создание высокотехнологичной торговой площадки обходится дорого, но, как правило, это фиксированные затраты, которые быстрее окупаются при больших оборотах, что стимулирует объединение бирж. Кроме того, глобализация в сфере движения капитала сделала ранее географически защищенные биржи уязвимыми для конкурентов со всего мира. Наконец, в мире значительно возросли обороты внебиржевых торгов ценными бумагами. Эти факторы снизили размер комиссий и прибыли торговых площадок. А появление на бирже акций новых компаний, в частности из других стран, увеличивает предложение ценных бумаг для инвесторов и снижает стоимость операций.

Еще в 80-е годы XX-го века большинство ведущих иностранных бирж открыли «вторые», «третьи», «полуофициальные», «параллельные» рынки, рынки «ценных бумаг, не включенных в листинг» для компаний с небольшой капитализацией с тем, чтобы конкурировать с внебиржевыми организованными рынками (типа Nasdaq в США, COATS (Canadian Over-the- Counter Trading System) в Канаде и других), на которых обращались подобные акции[66].

Основная идея подобных торговых систем состоит в том, что через организованный рынок акций должны привлекать денежные ресурсы не только давно работающие, стабильные компании, но и в силу природы акций, их высокого риска – через этот рынок должны финансироваться молодые инновационные компании, которые уже получили венчурное финансирование и находятся на этапе быстрого роста, нуждаются в средствах для расширения производства, активной рекламной кампании, расширения сети сбыта и т.п.

Как уже указывалось, в 90-е годы эта идея была продолжена в создании внутри биржевых «вторых», «третьих», «параллельных» и т.п. рынков,

[66] **Подробный анализ см. в книге: Я.М.Миркин. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 120-15)**

специальных сегментов, рассчитанных на международных инвесторов, так называемых «новых рынков». В следующем разделе созданные рынки рассмотрены более подробно.

2.2. Характерные черты рынков small cap в мировой практике

Как показывает опыт развитых стран, малые и средние предприятия (МСП) играют ключевую роль в развитии современной экономики. Их развитие влияет на экономический рост, на ускорение научно-технического прогресса, на насыщение рынка товарами необходимого качества, на создание новых дополнительных рабочих мест, то есть решает многие актуальные экономические, социальные и другие проблемы. Согласно исследованию[67], проведенному Организацией Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР), включающей в себя 30 развитых стран:

- МСП составляют до 97% от общего количества компаний в странах ОЭСР[68];
  МСП вносят от 40 до 60% в ВВП данных стран;
- МСП обеспечивают до 70% от новых рабочих мест в странах ОЭСР (и даже больший процент в других развивающихся странах).

Авторы исследования делают вывод что, МСП являются жизненно необходимой основной для экономического роста и развития в развитых и развивающихся странах.

Финансирование – ключевая проблема роста для МСП

Экономические исследования подтверждают, что молодые компании в основном используют краткосрочные банковские и коммерческие кредиты для финансирования своей деятельности. Только более зрелые МСП используют долгосрочные кредиты. Другими важным источником финансирования являются собственные средства и прибыль от текущей деятельности. В связи с вышеперечисленным, эффективный фондовый рынок является альтернативным источником финансирования, в особенности в инновационных секторах, и является

[67]SME financing in the global financial crisis http://www.oecd.org/document/17/0,3343,en_2649_34197_41662161_1_1_1_1,00.html
[68] Там же.

решающим для развития малых и средних компаний в большинстве стран и, следовательно, создания рабочих мест и конкурентоспособности экономики.

В международной практике одна из трудностей акционерного финансирования МСП является то, что менеджеры компании редко используют выпуск новых акций для финансирования новых инвестиционных проектов[69]. Проблема, по всей видимости, возникает из-за информационной ассиметрии между менеджерами и потенциальными покупателями нового выпуска акций. Менеджеры, прогнозируя значительный потенциал развития компании, зачастую желают продать новые акции по слишком высокой цене. Не проведя полной оценки возможных преимуществ инвестиционного проекта и не полностью оценив причин выпуска акций, потенциальные инвесторы достаточно часто реагируют на допэмиссию, как на признак появившихся трудностей у компании, и поэтому низко оценивают стоимость акций.

Одна из основных причин, по которой МСП, в-основном, привлекают долговое финансирование вместо акционерного, заключается в том, что владельцы компаний в большинстве случаев желают сохранить независимость и стараются избегать дополнительных рисков. Следовательно, для того чтобы стимулировать МСП привлекать средства на фондовом рынке, необходимо учитывать вышеуказанные факторы, по природе свойственные МСП, и другие факторы, связанные с особенностями законодательства страны, в которой работает компания.

Мировой финансовый кризис сделал проблему привлечения финансирования для МСП еще более актуальной. Данные компании особенно подвержены кредитному кризису из-за своей высокой зависимости от банковских кредитов и ограниченному доступу к финансовым рынкам. Компании со слабой финансовой структурой и низкими кредитными рейтингами (либо их отсутствием) испытывают наибольшие затруднения.

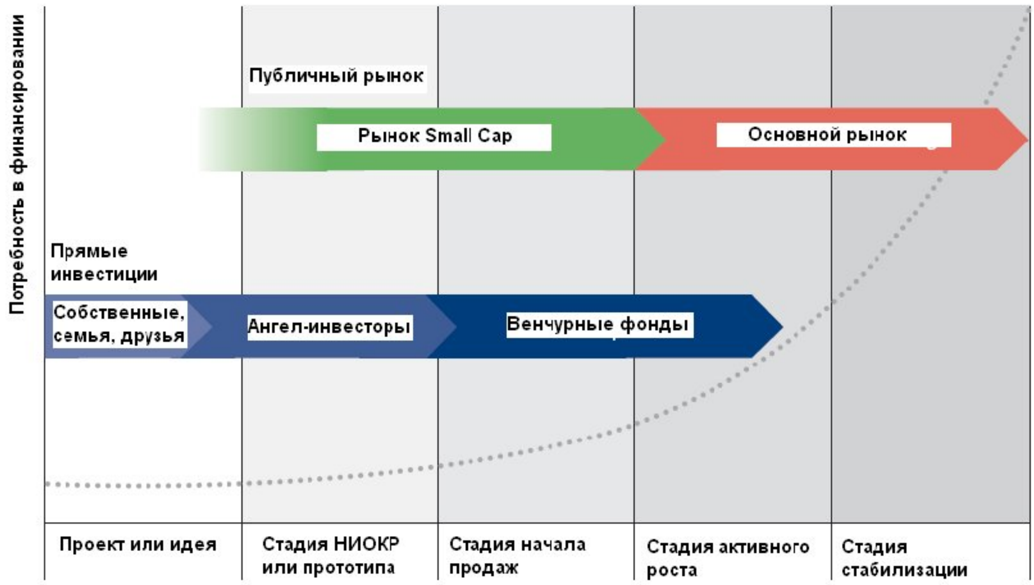
Индустрия рынка прямых инвестиций (private equity) демонстрировала активный рост в последние несколько лет до мирового финансового кризиса[70], и стала одним из привлекательных путей для привлечения финансирования МСП.

[69] Pratip Kar, “Capital Markets and Economic Development- New Avenues for the Financing of Small and Medium Size Enterprises (SMEs)”, 32nd Annual Conference of the IOSCO, Mumbai, India Panel 4.
[70]“Private equity's ongoing allure”, McKinsey Quarterly, November 2007.

Механизм подобного финансирования предполагает, что в случае успеха инвестиций, фонды private equity через несколько лет нуждаются в выходе из инвестиций, который в большинстве случаев обеспечивается за счет проведения IPO. Венчурный капитал является еще одним из быстрорастущих и перспективных источников финансирования для МСП. Венчурные фонды также нуждаются в эффективном рынке, на котором они смогут продавать свою долю акций компании.

На рисунке 6 представлен цикл развития быстрорастущей инновационной компании, с указание наиболее типичных источников финансирования на каждом из этапов. Как видно из рисунка, уже начиная со стадии НИОКР, некоторые из высокотехнологичных компаний в развитых странах могут привлекать акционерное финансирование путем размещения на специальных фондовых площадках для малых и средний компаний.

Рисунок 6. Цикл развития инновационной компании



Таким образом, специализированные и ликвидные фондовые рынки для МСП не только являются важными для привлечения рискового капитала путем прямого листинга, но также обеспечивают удобный выход из инвестиций для фондов венчурных и прямых инвестиций. Тем самым, наличие подобных площадок делает инвестиции в малые и средние предприятия более привлекательными для различных инвесторов, а следовательно является критически важным для развития экономики.

Глобальный обзор специализированных фондовых площадок для финансирования малых и средних компаний

На протяжении последних несколько лет до мирового финансового кризиса наблюдалось растущий мировой тренд в сторону расширения фондовых рынков и развития новых листинговых программ, специально предназначенных для нужд малых и средних компаний, не только в Северной Америке и Западной Европе, но и в большинстве развивающихся рынков. Данное обстоятельство является положительным развитием по множеству причин. Во-первых, МСП в этих странах получают большие возможности по привлечению капитала для роста и расширения бизнеса. Во-вторых, появляется широкий выбор инвестиционных возможностей для частных и институциональных инвесторов. И наконец, потенциальное ускорения сектора малого и среднего бизнеса имеет долгоиграющие экономические и социальные преимущества, в особенности в развивающихся экономиках, которые часто характеризуются большей долей малых и средних предприятий.

Хотя некоторые из листинговых программ для МСП в развитых странах предназначены исключительно для внутренних национальных компаний, интересной тенденцией является появление специальных предложений для листинга иностранных компаний, что обеспечивает огромные возможности по привлечению иностранного капитала для МСП. Наглядным примером является значительное количество размещений российских компаний на сегменте AIM Лондонской фондовой биржи.

Проведенное в конце 2006 года исследование[71] показало, что из 133 проанализированных стран в 38 (29% от общего количества) представлены в той или иной форме специальные сегменты для размещения малых и средних компаний либо внебиржевые рынки.

Как следует из рисунка 6, по данным Всемирной федерации фондовых бирж (WFE), крупнейшие специальные площадки для малых и средний компаний на настоящий момент существуют в Корее, Англии, Канаде, Китае, Японии, Сингапуре, Германии, Индии, Малайзии, Греции, Италии, Таиланде и Австрии. Стоит отметить, что в статистику WFE не входит американская площадка Nasdaq

[71] Brad Smith, “Global Review of SME Alternative Markets, Boards of Trade, Stock Exchanges or OTC Markets and Cross Border Listing Programs”, December 2006.

Capital Market (до 2005 года носившая имя Nasdaq SmallCap Market), по всей видимости из-за того что после смены названия акцент был смещен с размещения компаний малой капитализации на привлечение капитала различных по размеру компаний.

Созданный в 1971 году электронный рынок Nasdaq по темпам своего развития стабильно превосходил другие рынки ценных бумаг. В отличие от традиционных биржевых рынков Nasdaq не предполагает существования конкретного специалиста, через которого производятся сделки. Структура рынка Nasdaq позволяет осуществлять торговые операции многочисленным участникам рынка через сложную компьютерную сеть, связывающую покупателей и продавцов во всем мире. Участники рынка помогают обеспечивать прозрачность и ликвидность торговли ценными бумагами в условиях поддержания систематизированной работы рынка под строгим контролем регулирующих органов.

Отличительной характеристикой Nasdaq Stock Market от других американских фондовых рынков является его структура, предполагающая существование большого числа рыночных участников, совершающих операции с ценными бумагами через сложную компьютерную и телекоммуникационную сеть.

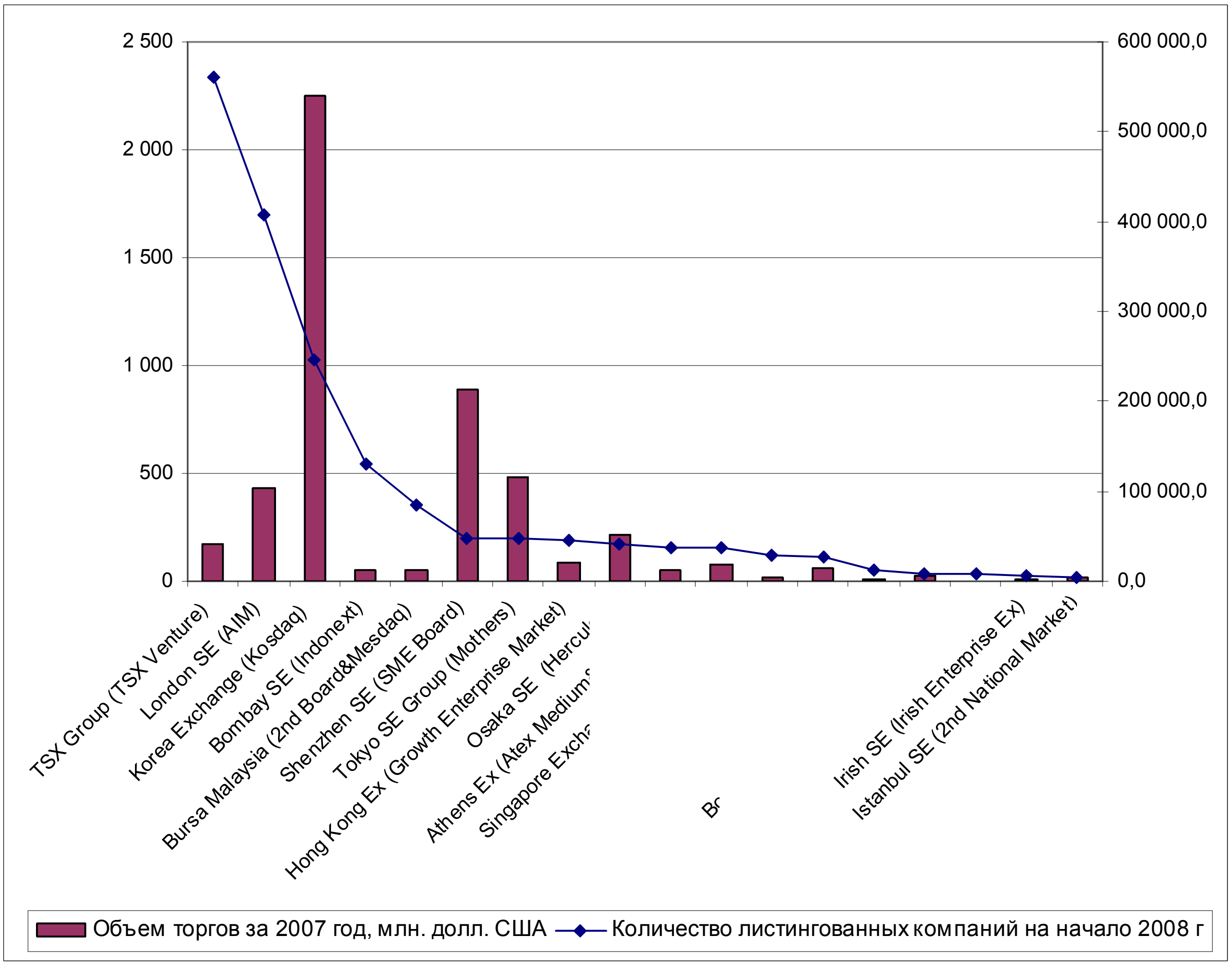
Эти рыночные участники подразделяются на две категории:

– маркет-мейкеры – дилеры, совершающие сделки за свой счет и открыто конкурирующие друг с другом за ордера инвесторов на покупку/продажу ценных бумаг;

– электронные торговые системы (Electronic Communications Networks, ECNs) – дополнительный канал, через который на Nasdaq поступают клиентские ордера. Почти так же, как многочисленные распространители-дистрибьюторы помогают удовлетворить возросший потребительский спрос на товары и услуги компании, участники рынка Nasdaq способствуют созданию благоприятных условий для покупки/продажи ее акций. Деятельность маркет-мейкеров и ECNs предоставляет компании-эмитенту более широкие возможности для выхода на рынок и привлечения капитала.

В 2006 году на рынке Nasdaq произошли изменения, в результате которых NASDAQ Small Cap market, который позиционировался как площадка для выпуска акций менее капитализированных и небольших компаний, получил название Nasdaq Capital Market. Главная цель нового рынка – предоставлять компаниям требуемый капитал для роста их бизнеса, при этом изменились требования к компаниям. Всего в рамках Capital market создано 3 стандарта[72]. Требования следующие: УК – 4 млн. долл. (5 млн. для Стандарта 1), рыночная стоимость бумаг в публичном обращении – 15 млн. долл. (5 млн. для Стандарта 3), количество бумаг – 1 млн. среди минимум 300 акционеров. Для каждой компании необходимо иметь как минимум 3-х маркет-мейкеров и соблюдать стандарты корпоративного управления. Дополнительное требование: для стандарта 1 – история более 2 лет; для стандарта 2 – капитализация 50 млн. долл., для стандарта 3 – чистая прибыль 750 тыс. долл.

Рисунок 7. Крупнейшие по объему торгов и количеству представленных компаний фондовые площадки для акций компаний малой капитализации[73]



---

[72] www.nasdaq.com

[73] Источник: WFE.

Рассмотрим более подробно основные из приведенных выше площадок из различных стран.

TSX Group (TSX Venture)[74]

Площадка прежде известна, как Canadian Venture Exchange, основанная в 1999 году. Фокус на технологических компаниях (2-й крупнейший мировой рынок в данной области). Средний размер капитализации компании – 17 млн. долл. Листинговые требования зависят от эшелона и отрасли компании: выделяются 2 эшелона Tier 1 и 2, каждый из которых подразделяется на 5 отраслей (горнодобыча, нефтегаз, технологии и промышленность, исследования и разработки, недвижимость и инвестиции). Для 1-го эшелона чистые материальные активы должны составлять 1-5 млн. долл., для 2-го – 0,5-2 млн. долл. Общие требования – 10% акций в публичном обращении, минимум 200 акционеров. Существуют дополнительные требования по наличию достаточного оборотного капитала и представлению специальных отчетов (планы менеджмента, отчет организующего размещения инвестбанка). Специальные требования в области корпоративного управления.

London Stock Exchange (AIM)[75]

Один из наиболее успешных и быстрорастущих мировых рынков, основан в 1995 году. Большое количество размещений международных компаний.

Простые и понятные критерии листинга: отсутствие формальных минимальных ограничений по размеру компании, доле акций в публичном обращении, истории торговли, предыдущего одобрения сделок большинства акционеров; нет ограничений по передаче акций компании, не обязательно быть компанией из Соединенного Королевства.

Решение о разрешении листинга принимает «назначенный советник» - Номад (англ. Nomad, сокр. от. Nominal Advisory) – компания, состоящая из профессионалов в области корпоративных финансов, одобренная Лондонской фондовой биржей. Номад проводит разъяснение правил Биржи для совета директоров и возможности и обязанности компании, выступает в роли регулятора. Номад проверяет корпоративное управление, менеджмент компании, реализуемость планов компании и т.п.

---

[74] Источник: www.tsx.com/

[75] Источник: www.londonstockexchange.com/aim

Помимо Номада компании также требуется: брокер (член Лондонской фондовой биржи, сводит вместе продавцов и покупателей, может быть одновременно номадом), юридический советник, бухгалтерская компания, а также дополнительно при желании PR-советника и других специалистов.

Korea Exchange (Kosdaq)[76]

Биржевая торговая площадка в Южной Корее, созданная в 1996 году, как южнокорейский аналог Nasdaq. Процедура размещения занимает около полугода.

Подразделение на 3 сегмента: стандартные компании, венчурные компании и растущие венчурные компании. Требования к стандартным компаниям: более 3 лет деятельности, чистые активы 3 млрд. корейских вон, ROE>10% либо 2 млрд. корейских вон прибыли за последний отчетный год. Для венчурных компаний отсутствуют требования по длительности работы, чистые активы – 1.5 млрд. корейских вон, для растущих венчурных нет ограничений по ROE.

Специальное требование – основной акционер не может продавать свои оставшиеся акции в течение определенного периода после размещения.

Венчурные компании получают кредитные гарантии от Korea Technology Credit Guarantee Fund.

Налоговые льготы по опционам для сотрудников. Различные налоговые льготы для инвестиционных компаний, инвестирующих в МСП; инвестиционных ассоциаций и индивидуальных инвесторов.

Bombay SE (Indonext)[77]

Запущена в 2005 году для привлечения капитала малыми и средними компаниями. Проект является совместной инициативой Фондовой биржи Бомбея и двадцати региональных индийских фондовых бирж.

Позволяет привлечь свежий капитал и улучшить ликвидность компаниям, которые уже имеют листинг на одной из 20 региональных индийских фондовых бирж. Также предназначена для листинга новых МСП.

Торговля ценными бумагами в Indonext осуществляется на системе Бомбейской фондовой биржы On-Line Trading (BOLT) в качестве отдельного сегмента.

[76] Источник: http://eng.krx.co.kr/index.html
[77] Источник: http://www.bseindia.com/about/indonext.asp

Унифицированные требования для листинга: минимальный УК Rs. 3 crore, чистые активы Rs.5 crore, минимум 25% акций должно быть не в руках основного акционера, минимум 500 акционеров, минимальная выручка в течении последних 3-х лет Rs. 5 crore, компания должна быть прибыльной как минимум в течении 3-х лет из последних 5 лет деятельности.

Bursa Malaysia (2nd Board&Mesdaq)[78]

Помимо основного рынка выделяют «второй рынок» (Second Board) и рынок Mesdaq. MESDAQ (Malaysian Exchange of Securities Dealing & Automated Quotation) был запущен в 1997 в качестве отдельного рынка, в-основном, для листинга технологичных компаний.

Установлены следующие требования для «второго рынка»: УК RM40 миллионов; минимум 5 лет деятельности; компания должна иметь чистую прибыль в 3 из 5 последних лет в совокупности минимум RM12 млн.

На рынке Mesdaq могут размещаться 3 вида компаний: технологические компании из 12 установленных областей деятельности; быстрорастущие нетехнологические компании и технологические инкубаторы.

Требования: УК – RM 2 млн. (RM 20 млн. для инкубаторов), время деятельности для технологичных компаний от 1 года (для быстрорастущих от 3 лет), нет требований по прибыли. Дополнительные требования – использование услуг организатора размещения в течении 3-х лет после IPO; также обязательно необходимо предоставить аналитический отчет о компании.

Общие требования: основной акционер, имеющий более 45%, не может продавать свои оставшиеся акции в течение определенного периода после размещения; публичное владение минимум 25% акций 1000-ей акционеров, по меньшей мере 2 члена Совета Директоров или 1/3 от общего количества (что больше) должны быть независимыми.

Также специальные требования для фондов недвижимости и в случае использования опционных схем для сотрудников. Любая компания должна использовать услуги «советника», одобренного Биржей.

[78] Источник: http://www.klse.com.my/

Shenzhen SE (SME Board)[79]

Площадка SME Board создана в 2004 году для того, чтобы предоставлять прямую финансовую платформу для малых и средних предприятий с устойчивым основным бизнесом и высокотехнологичной направленностью.

SME Board – это сегмент основного рынка, на который распространяются все те же правила и регулирования. Листинговые критерии ничем не отличаются от основного рынка, применяются те же требования по информационной открытости, финансовым показателям, прибыльности, размеру капитала и доле публичного владения акциями.

Существуют дополнительные требования: 1) компании необходимо создать систему внутреннего контроля для улучшения контролия и устранения нарушений; 2) поддерживать регулярной основе отношения с инвесторами 3) проводить годовое собрание для обсуждения годовых результатов работы; 4) регулярная проверка направления использования привлеченных средств на соответствие инвестиционной стратегии.

Отличия от основного рынка заключаются в следующем: 1) SME Board использует открытый аукцион перед началом торгов (в отличии от закрытого на основном рынке); 2) цены закрытия определяются через аукцион, а не через средневзвешенную за установленный период; 3) сделаны улучшения в системе раскрытия информации и приостановления торгов; 4) запущен индекс SME Board.

Начиная с мая 2009 года, то есть в разгар мирового финансового кризиса, в Китае будет запущен полноценный рынок для быстрорастущих компаний Growth Enterprise Market (GEM), основы становления которого были заложены еще в 1998 году, использовав за образец Nasdaq. Основные упрощенные требования следующие: 1) компания должна работать более 3 лет и иметь чистые активы по меньшей мере 20 млн. юаней ($2.9 млн); 2) компания должна быть прибыльной по меньшей мере в течении 2 последних двух лет и иметь совокупную прибыль 10 млн. юаней ($1.46 млн) или иметь выручку мин 50 млн. юаней ($7.3 млн) и прибыль минимум 5 млн. юаней ($730 тыс.) за последний год (рост выручки минимум 30% за последние 2 года). 3) компания должна иметь УК не менее 30 млн.

---

[79] Источник: http://www.szse.cn/main/en/smeboard/aboutsmeboard/

юаней ($ 4.4 млн) после IPO; 4) компания должна иметь ясный ключевой бизнес и использовать полученные средства на его развитие.

Tokyo SE Group (Mothers)[80]

Новый рынок Mothers (рынок быстрорастущих и развивающихся компаний) был создан в 1999 году с целью предоставления капитала венчурным компаниям на ранней стадии развития. Аукционный рынок. Для листинга компания должна быть быстрорастущей.

Действуют упрощенные требования по сравнению с 1-ой и 2-ой секцией основного рынка: выпуск минимум 1 тысячи акций, при выпуске должно появиться минимум 300 акционеров, рыночная капитализация минимум 1 млрд. японских йен, соответствующее аудиторское заключение.

В 2009 году совместно с Лондонской фондовой биржей запускается новая площадка TSE AIM.

Hong Kong Ex (Growth Enterprise Market)[81]

Отдельная секция фондовой биржи Гонконга, предназначенная специально для размещения технологичных венчурных компаний. Упрощенные требования по сравнению с основным рынком: иметь 2-х летнюю историю с положительным операционным денежным потоком минимум в HK$20 миллионов, рыночная капитализация минимум в HK$100 миллионов в момент размещения, в случае наличия листинга на Nasdaq или NYSE достаточно иметь отчетность по US GAAP, в публичном обращении должно попасть минимум HK$30 млн. среди минимум 100 акционеров.

Athens Ex (Atex Medium&SmallCap)[82]

В 2007-2009 годах запущен новый рынок для малых и средних предприятий Alternative Market (EN.A.). Основные требования: УК 1 млн. евро, финансовая отчетность по МСФО за 2 последних года, в случае наличия убытков их совокупный размер не должен быть более половины УК, в свободное обращение должно попасть минимум 10% акций среди минимум 50 акционеров; обязательно назначения советника – Номада, которые оценит соответствие компании для размещения на бирже; обязателен выпуск информационного меморандума.

---

[80] Источник: http://www.tse.or.jp/english/listing/mothers/index.html
[81] Источник: http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/equities.htm
[82] Источник: www.ase.gr/default_en.asp

Singapore Exchange (SGX Catalist)[83]

Один из первых азиатских рынков роста, более 1/3 компаний – из других стран, с начала 1990-х размещения сделали более 200 компаний из 20 стран. Регулятивная структура, построенная на работе спонсоров-организаторов размещений.

Требования: в свободном обращении минимум 15% акций среди минимум 200 акционеров, нет требований по капитализации, у компании должен быть достаточный рабочий капитал, директора и менеджмент должны иметь соответствующий опыт, специальные требования по Уставу, информационному меморандуму, оценке активов и т.п. Компаний должна заполнить специальный «документ о предложении» в соответствии с правилами листинга. Запрещена продажа акций основным акционеров в течении года после размещения.

Euronext (Alternext)[84]

NYSE Alternext был создан Euronext для того чтобы малые и средние предприятия могли получить упрощенный доступ к фондовому рынку. Открыт в мае 2005 года. Отличия от основного рынка: 1) специальные упрощенные листинговые процедуры, обеспечивающие прозрачность для инвесторов. Требования: 2-х летняя история компании, в свободном обращении минимум 2,5 млн. евро., выпуск одобренного регулятором проспекта эмиссии.

2) измененные правила торговли; 3) необходимость компаний – спонсоров, одобренных биржей.

Deutsche Bцrse (Entry Standard)[85]

Регулируемый неофициональный рынок. Большая доля размещений иностранных компаний. Упрощенные требования по сравнению с Prime Standard и General Standard: деятельность компании более 1 года, УК минимум 250 тыс. евро, нет ограничений по размеру капитализации и количеству акций в обращении, требуется подготовленный проспект («публичное предложение»). Обязательно наличие листингового партнера, одобренного биржей. Требование незамедлительного раскрытия существенной информации на сайте компании.

[83] Источник: www.sgxcatalist.com/

[84] Источни: http://www.euronext.com/

[85] Источник: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/

Thailand SE (MAI)[86]

Создана в 1999 году для предоставления новых возможностей финансирования для инновационных бизнесов с высоким потенциалом роста. Требования: операционная история от 2 лет, УК более THB 20 миллионов, наличие чистой прибыли за последний год, минимальный размер капитализации THB 1,000 миллионов, наличие минимум 20% акций в свободной обращении среди минимум 300 акционеров. Специальные требования по корпоративному управлению и прозрачности: 1) демонстрация хороших стандартов корпоративного управления, наличия минимум 3-х аудиторских комитетов и систему внутреннего контроля; 2) отсутствие конфликта интересов; 3) демонстрация надежности финансовой отчетности, одобренной аудитором; 4) наличие одобренного биржей советника.

Borsa Italiana (Mercato Expandi)[87]

Биржа была куплена LSE и входит в London Stock Exchange Group.

В 2009 году запускается новая площадка Borsa Italiana AIM.

Выводы

В результате проведенного анализа можно сделать несколько выводов:

1) Достаточно большая часть площадок была создана либо задумана в конце 1990-х годов на пике технологического бума. Активное развитие большинство площадок получили в 2003-2007 годах в период активного роста мировой экономики и развивающихся рынков в частности. Таким образом, в целом в кризисные периоды деятельность специальных площадок для малых и средних площадок сильно замедляется и наоборот стремительно развивается в периоды быстрого роста экономики.

2) Абсолютное большинство рынков определяет своих эмитентов как молодые, быстрорастущие компании, несущие в себе инновационный потенциал;

3) Можно выделить ряд общих требований, встречающихся в большинстве случаев:

- Действуют упрощенные требования по сравнению с основной площадкой фондовой биржи в частности по: проценту и количеству

[86] Источник: http://www.mai.or.th/en/
[87] Источник: www.borsaitaliana.it

акций в свободном обращении; количеству акционеров; размеру рыночной капитализации; размеру чистых активов; продолжительности операционной истории компании (либо даже ее отсутствие), наличие чистой прибыли за последние несколько отчетных лет (на некоторых биржах – необязательное условие) и т.п. Также устанавливаются запрещения или ограничения на продажу акций первоначальными акционерами (с тем, чтобы рынок акций не был использован для сброса акций основателями компании и выхода из бизнеса);

- Многие рынки создают институт уполномоченных консультантов, которые работают с компанией по вопросам IPO, имеющих на разных площадках название «номада», «спонсора», «листингового агента» и т.п. Данный институт создан на большинстве наиболее успешных рынков.
- Большинство рынков используют механизм ввода компании на рынок через 1-2 маркет-мейкеров, принимающих на себя обязанность поддерживать ликвидность рынка.

4) Особое внимание при организации подобных рынков уделяется повышенным требованиям к стандартам корпоративного управлении и раскрытию информации, компаниям требуется иметь работающую систему внутреннего контроля. В большинстве случаев компании нужно подготовить специальный пакет документов: информационный меморандум, подробно описывающий планы деятельности компании и перспективы роста; а также аналитический отчет от компании-организатора.

5) Большинство рынков для малых и средних компаний являются коммерческими компаниями, ориентированными на получение прибыли, а следовательно заинтересованы в привлечении максимально большого количества эмитентов, в том числе из иностранных государств.

6) Усиление глобализации и тенденция объединения фондовых бирж приводит к постепенной выработке стандартов листинга для малых и средних предприятий по всему миру. К примеру, после успеха AIM Лондонской фондовой биржи аналогичные площадки открываются на биржах Италии и Японии.

7) Невозможно выделить универсального «рецепта успеха» той или иной площадки для малых и средних компаний, поскольку несмотря на наличие общих черт многие из площадок имеют свои особенности. К примеру, в Англии на площадке AIM отсутствуют множество требований по характеристикам компании и основное решение по допуску к торгам принимает листинговый агент. В Корее широко распространены налоговые льготы и гарантии по кредитам для размещающихся компаний.

В то время как ряд площадок (такие как AIM и Nasdaq) являются показательной историей успеха, это же нельзя сказать про инициативы многих других фондовых бирж. С одной стороны, существует сильное убеждение, что фондовые рынки особенно важны для того, чтобы помогать привлекать капитал средним компаниям и стимулировать их развитие. С другой стороны, из-за рисковой природы МСП, широко распространены споры о регулятивной структуре, которая требуется для того, чтобы содействовать размещению на бирже МСП. Большинство исследований подтверждают то, что компании выигрывают от размещения акций на бирже. К примеру, согласно работе Grant Thornton, 41% компаний назвало «доступность нового капитала» в качестве важнейшего преимущества размещения.

8) Многие развитые страны активно продвигают свои площадки в качестве отличного места для размещения компаний из других (в большинстве случаев развивающихся) стран. Данная особенность вынуждает развивающиеся рынки активно создавать собственные аналогичные площадки, для того чтобы избежать оттоков капитала из страны и ослабления инвестиционного климата, в случае, если национальные компании выбирают размещение за рубежом.

Глава 3. Рынок акций компаний малой капитализации в РФ: проблемы и перспективы

3.1. Рынок акций компаний с малой капитализацией в РФ: практические аспекты

В данном разделе проводится общий обзор истории формирования и текущего состояния российского рынка small cap. Понятие «компании малой капитализации» не имеет единого подхода к определению и однозначной трактовки в научной литературе. Исторически получил распространение другой термин – акции «второго» («третьего», «четвертого»…) эшелонов. Собственно говоря, формальных критериев разделения акций на различные эшелоны не существует. На сайте Биржи РТС приводится достаточно абстрактное определение: «к акциям «второго эшелона» принято относить широкий спектр ценных бумаг, эмитенты которых не входят в число компаний первой величины на фондовом рынке».[88]

Исторически сложилось так, что в разряд российских «голубых фишек» попало очень ограниченное число ценных бумаг, что объясняется особенностями становления российского фондового рынка.

В 1990-х годах акции российских компаний начали торговаться на бирже не за счет проведения первичного размещения акций (IPO), а за счет проведения ваучерной приватизации. Согласно приватизационной реформе, каждый гражданин в 1992 году получил 1 ваучер, то есть бумажный сертификат, дающий право участия в одном приватизационном аукционе. Приобретая на ваучер на аукционе акции, любой россиянин мог стать акционером того или иного предприятия. Также гражданин мог получить в собственность акции предприятия, на котором он работал. Таким образом, за короткий период в стране появились тысячи акционерных обществ и граждан-акционеров.

Уже с начала 1994 года интерес к акциям предприятий стали проявлять зарубежные инвестиционные фонды[89]. Акции российских предприятий рассматривались как источник рискованных, но крайне высокодоходных

[88] http://www.rts.ru/s384

[89] Ковалев А., «Бизнес-приватизация», «Коммерсантъ», № 120(588), 1.07.1994.

вложений. После либерализации внешней торговли и сокращения военных расходов в начале 1990-х гг. подавляющее большинство отраслей российской экономики оказались неконкурентоспособны и сократили производство. Избежать значительного падения удалось только отраслям сырьевого сектора (в первую очередь нефти, газа, металлургии, минеральных удобрений). В результате, когда в России начал формироваться фондовый рынок, внимание портфельных инвесторов было приковано именно к крупным компаниям сырьевого сектора, а также некоторым естественным монополиям, которые впоследствии и составили немногочисленный перечень «голубых фишек»[90]. Большинство предприятий других секторов экономики после акционирования автоматически попадали в категорию «второго эшелона» или даже «третьего» и «четвертого» эшелонов. Даже в 2007-2009 гг., по прошествии многих лет, основная торговля на фондовом рынке сконцентрирована вокруг акций 7-10 эмитентов, среди которых можно назвать Газпром, ЛУКОЙЛ, Норильский никель, РАО ЕЭС России, Сургутнефтегаз, Сбербанк. Таким образом, рынок акций приватизированных предприятий стал наиболее емким сегментом российского фондового рынка.

В электронном виде акции начали котировать на бирже РТС в сентябре 1995 года. В электронном виде шла только котировка акций, сделки заключались с голоса между трейдерами по телефону (по аналогии с системой NASDAQ). На протяжении нескольких лет РТС занимала лидирующие позиции и фактически была единственной площадкой для торговли российскими акциями среди резидентов и нерезидентов. После 1998 года она уступила свое лидерство бирже ММВБ.

С 1992 года фондовый рынок в России прошел несколько важных стадий. В начальный период развития рынка (до азиатского кризиса осенью 1997 года) акции некоторых компаний могли вырастать в 5-10 раз буквально за недели. На волне нерезидентского спроса возникло много брокерских и инвестиционных компаний, которые скупали акции у населения и перепродавали их иностранным инвесторам. Серьезной проверке фондовый рынок подвергся в кризис конца 1997 - 1998 годов, в результате которого за несколько недель полностью исчез спрос на неликвидные акции со стороны нерезидентов. Рынок второго и третьего эшелонов фактически

[90] Голубков Дмитрий, «Риски и потенциал бумаг «второго эшелона», Биржевое обозрение № 11 (37) 2006.

прекратил торговаться, реальные цены на покупки исчезли. По «голубым фишкам» ликвидность снизилась, но торговля продолжалась.

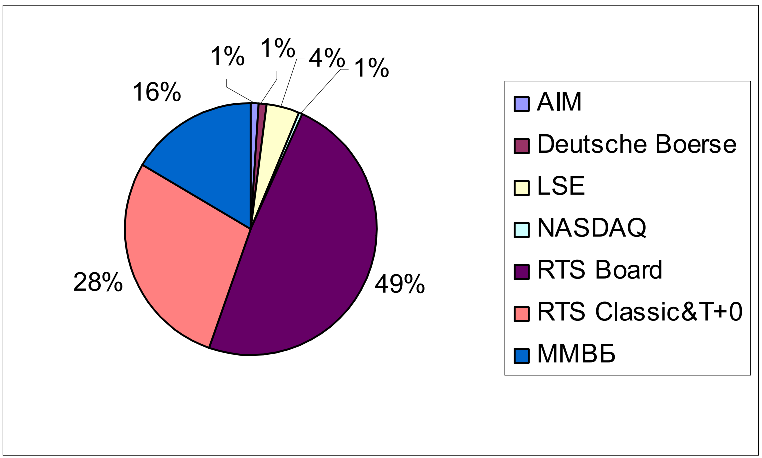
После 1998 г. ситуация изменилась. Новые собственники стали больше интересоваться возможностями развития своих предприятий. В результате акции «второго эшелона» получили как бы вторую жизнь. Именно на 2001-2008 гг. (примерно до начала кризиса в августе 2008 г.) приходится период, когда о существовании рынка акций «второго эшелона» можно говорить уже вполне уверенно. В этот же период началась история российского рынка IPO – в апреле 2002 года произошло высокотехнологичной компании малой капитализации — «РБК информационные системы». В 2002-2006 годах на российские компании более 30 IPO на российских и зарубежных площадках (в основном ММВБ и LSE), сумев привлечь при этом около 22,5 млрд. долл. США. В 2007 году к ним прибавились еще 21[91] (полный перечень российских IPO – Приложение 2). Таким образом, до мирового финансового кризиса 2008 года в России существовала явная тенденция к росту числа компаний, привлекающих средства на фондовом рынке.

Однако при ближайшем рассмотрении становится очевидным, что IPO, в-основном, проводили крупные компании, большинство из которых являются лидерами отраслей и унаследовали производственную базу еще со времен СССР. Вопрос выхода на рынок ценных бумаг компаний малой и средней капитализации (в том числе и региональных) до 2006 года, по большому счету, никем не рассматривался. Предлагаемые специалистами решения в первую очередь были ориентированны на крупный, и в меньшей степени – на средний бизнес. Требования, которые в соответствии с законодательством предъявляли к эмитентам российские фондовые биржи, для многих отечественных предприятий оставались трудновыполнимыми. Иными словами фондовый рынок не выполнял важную функцию источника привлечения инвестиций для компаний и имел преимущественно спекулятивный характер. Тем не менее, благодаря ваучерному характеру проведенной приватизации на отечественных площадках торгуется достаточно большое количество акций компаний малой капитализации, которые не проводили IPO. Согласно данным ИК «Тройка Диалог» по состоянию на март 2009 года к относительно ликвидным акциям с капитализацией менее 500 млн. долл.

[91] Ладыгин Д., Гайдаев В. «Эффект малых величин», «Деньги», № 33(639), 27.08.2007.

США можно отнести около 160 компаний (см. Приложение 3) с совокупной капитализацией около 20 млрд. долл. США, около половины из которых торгуются в системе индикативного котирования RTS Board (см. рис. 8).

Рисунок 8. Распределение российских компаний малой капитализации по биржевым площадкам[92]



Классифицируем и рассмотрим более подробно 2 сегмента компаний малой капитализации в России:

1) Малочисленная группа (менее 50 компаний с капитализацией менее 0,5 млрд. долл. США) - компании, которые провели публичные размещения и имеющие биржевой листинг на ММВБ, Лондонской фондовой бирже, РТС и др. Они, как правило:

- в целом соответствуют общепринятым стандартам прозрачности и корпоративного управления:
- заинтересованы в росте своей рыночной оценки:
- достаточно ликвидны:
- имеют более низкие риски.

По перечисленным параметрам данные компании в целом схожи с типичными small cap в развитых странах и поэтому имеют с ними схожие риски и преимущества для инвесторов (см. главу 2.1).

2) Многочисленная группа (более 1 тысячи) - компании, не имеющие листинга, их бумаги обращаются на внебиржевом рынке. Их публичная история началась преимущественно в период массовой приватизации, когда скупщики акций у населения перепродавали бумаги профессиональным инвесторам и

[92] Sukhanov G., Ganelin M. "Deep value perfomance", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, March 2008.

брокерским домам, которые запускали эти бумаги в обращение в РТС и RTS Board - информационной системе, предназначенной для индикативного котирования ценных бумаг, не допущенных к торгам в РТС. В настоящее время продолжают активную деятельность инвестиционные компании, занимающиеся организацией и проведением скупочной деятельности: от покупки акций у физических лиц до проведения исследований и выполнения заказов по скупке и консолидации пакетов акций различных эмитентов.

Внебиржевой рынок акций в отличие от ограниченного списка ликвидных акций (до 20-ти крупнейших российских компаний) очень широк: в системе RTS Board по данным на март 2009 года котируются примерно 1350 акций[93], принадлежащих 1000 эмитентов, представляющих практически все отрасли российской экономики. Тем не менее, из общего количества менее 200 бумаг имеют постоянные котировки на покупку и продажу.

Контрольные пакеты компаний, акции которых обращаются в RTS Board, как правило принадлежат руководству, либо более крупным структурам, таким как Газпром, ТМК, Мечел, ОАК, Ростехнологии и УГМК. Эти структуры зачастую контролируют более 75% акционерного капитала своих «дочек» и рассматривают их как непубличные компании, и часто не заинтересованы в привлечении капитала и улучшении прозрачности для инвесторов. Такая ситуация порождает специфически риски, которые являются характерными для российских small cap в отличие от публичных аналогов в России и развитых рынках.

Существующие риски можно разделить на 2 группы: риски низкой ликвидности и риски корпоративного управления.

1) Риски ликвидности для миноритарных акционеров компаний с доминирующими крупными акционерами заключается в следующем.

- Высокая степень концентрации акционерного капитала означает, что объем акций в свободном обращении очень мал, а этот фактор, в совокупности с низкой капитализацией, сильно ограничивает возможности для покупки бумаг, а также снижает уровень ликвидности.

[93] http://www.rts.ru/s226

- Сделки в RTS Board заключаются редко и нерегулярно, некоторые из них не региструются совсем, ограничивая для инвесторов возможность получения информации о цене. Объем торгов также значительно меньше, чем для компаний имеющих листинг на бирже. Самый распространенный риск для инвестора заключается в перспективе «зависнуть» с подобными акциями, т. е. в ситуации, когда их невозможно продать в течение длительного периода времени.
- Спреды между ценами покупателя и продавца (в процентном отношении к последней) варьируются в диапазоне от 5% до 50% и более.

2) Кроме того, инвесторы могут столкнуться с **рисками низких стандартов корпоративного управления**: крупнейшие акционеры зачастую ведут себя как собственники непубличных компаний и не готовы делиться информацией с миноритариями. Иногда невозможно встретиться с руководством, чтобы обсудить стратегию развития предприятия, и аналитику приходится полагаться исключительно на информацию из открытых источников. Среди таких рисков следует выделить следующие:

- Риск допэмиссии: крупнейшие собственники с пакетами в 75% акций и более вполне вправе инициировать допэмиссию, размывающую доли других акционеров в свою пользу. В таких случаях российский закон «Об акционерных обществах» дает миноритариям право преимущественного выкупа новых акций пропорционально их долям по цене размещения, если акционер голосовал против по этому вопросу, или не принял участия в голосовании.
- Риск допэмиссии выражается в дисконте, с которым рынок оценивает привилегированные акции по сравнению с обыкновенными акциями. От разводнения своих долей держатели последних защищены законом, а владельцы привилегированных акций в большинстве случаев – нет. Если компания выпускает новые обыкновенные акции, держатели «префов» не могут воспользоваться вышеупомянутым правом преимущественного выкупа и рискуют тем, что их доли в акционерном капитале будут размыты, особенно, если цена

размещения значительно ниже рыночной. Как правило, с этим связаны зачастую весьма значительные дисконты привилегированных акций по сравнению с обыкновенными.

- Руководство компаний малой капитализации редко публикует собственные прогнозы, а те, что публикуются, бывают некорректны. Большинство предприятий не делится своими планами с миноритариями, что сильно затрудняет даже краткосрочное прогнозирование. В первую очередь это относится к строительным компаниям, показатели которых сильно зависят от сезонного фактора. Прогнозы руководства, как правило, публикуются, когда компании заинтересованы в том, чтобы произвести благоприятное впечатление на инвесторов и клиентов, в частности – при размещении первичных выпусков рублевых облигаций. В таких случаях эмитенты часто обнародуют весьма амбициозные прогнозы финансовых и операционных показателей, а также планы приобретения новых активов и выхода на новые рынки. Фактические результаты нередко оказываются ниже, чем ожидалось. Разумный выход – критическая оценка таких планов и прогнозов.
- Достаточно распространены и такие ситуации, когда эмитент занижает финансовые показатели с целью оптимизации налогов, либо «выводит» прибыль в специально учрежденную непубличную компанию. Некоторые предприятия практикуют трансфертное ценообразование и толлинговые схемы. Такие методы выражаются в заниженных финансовых результатах, потенциально опасных для возникновения налоговых претензий. В последние годы они стали менее популярны, однако еще применяются.
- Самая неприятная для инвесторов особенность российского законодательства – право выкупа акций у миноритарных акционеров без их согласия. Поправки к закону «Об акционерных обществах» (введены в 2007 году) позволяют владельцу 95% голосующих акций потребовать от миноритариев продажи ему их долей. Акции большинства, компаний торгуемых на внебиржевом рынке в системе

RTS Board, не имеют официально признаваемых котировок, которые можно было бы использовать для оценки. Поэтому возможно принуждение миноритариев к продаже их долей по ценам значительно ниже текущих или прогнозируемых оценок. К подобной практике, как правило, больше склонны компании, подконтрольные непубличным юридическим лицам.

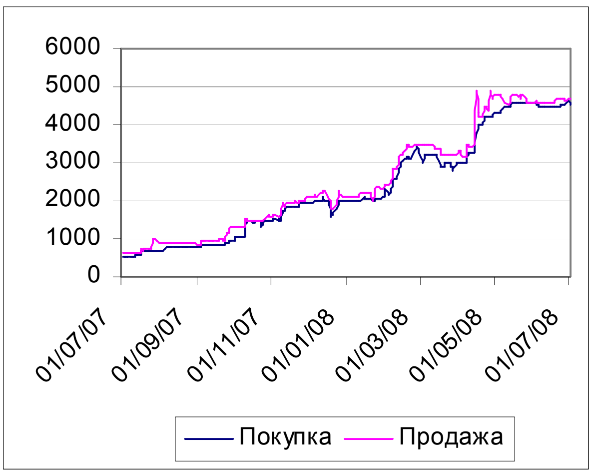
Доходность

Повышенный риск вложений акций российских компаний малой капитализации, которые не имеют листинга, предполагает более высокую доходность, и некоторые бумаги действительно отличаются отличным потенциалом роста. Существует целый ряд специфических факторов и катализаторов роста котировок:

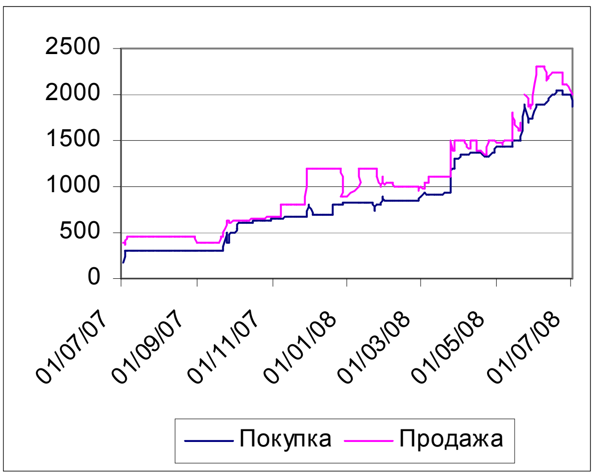
- Компаниям малой капитализации уделяется меньше внимания, чем эмитентам – «голубым фишкам», таким образом, есть вероятность найти среди них инвестиционную идею с исключительно привлекательной оценкой. Таких историй успеха достаточно много, к примеру, в период с 1 июля 2007 года по 1 июля 2008 года акции «ОАО ВНИПИгаздобыча» и «ОАО Коршуновский ГОК», торгуемые на РТС, выросли более чем в 7 раз (см. рисунок 9).

Рисунок 9. Истории успеха на российском рынке small cap.

Тикер KOGK (Классический рынок РТС)



Тикер vnip (RTS Board)



- Некоторые компании малой капитализации, являются очевидными потенциальными объектами поглощения, что позволяет миноритариям рассчитывать на щедрое предложение от стратегического инвестора после завершения сделки.

- Среди акций компаний малой капитализации есть такие, которые дают возможность сделать ставку на тот или иной сегмент рынка. Структура российского фондового рынка довольно ограничена – есть много бумаг в нефтегазовом и горнометаллургическом секторах, а в остальных сегментах выбор невелик. Между тем акции компаний малой капитализации дают портфельным инвесторам уникальную возможность сделать ставку на те отрасли или тенденции, которые пока не проявились в более ликвидных сегментах рынка: инфраструктурное строительство (Мостотрест, Бамтоннельстрой), производство цемента (Сибирский цемент), нефтесервисные компании (Башнефтегеофизика) и добыча железной руды (Коршуновский ГОК).
- Некоторые компании проводят публичное размещение своих акций на российских и зарубежных площадках, которое в ряде случаев приводит к значительному росту котировок. Наиболее яркие примеры – листинг Новороссийского МТП в 2007 году, московского Центра международной торговли и Челябинского цинкового завода в 2006 году.
- Консолидация той или иной отрасли может стать катализатором роста стоимости, кроме того, она выгода для миноритариев за счет возможности конвертации своих акций в бумаги более крупных компаний. К примеру, консолидация Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК) и газораспределительных предприятий Газпрома позволит рассчитывать на появление в будущем новых инвестиционных идей.
- Недавно вступившие в силу поправки в Налоговый кодекс РФ устранили двойное (на уровне материнских и дочерних компаний) налогообложение дивидендов для акционеров холдинговых компаний. Благодаря этому выплата дивидендов стала вполне оправданной альтернативой распределению денежных средств внутри вертикально-интегрированных групп компаний.

3.2 Влияние финансового кризиса на российский рынок компаний малой капитализации

Начиная с сентября 2008 года, когда произошло банкротство американского инвестиционного банка Lehman Brothers, в мировой экономике произошли значительные изменения. Основными факторами, которые оказали влияние на российский рынок акций компаний малой капитализации явились следующие:

1) инвесторы стали больше избегать вложений в высокорисковые активы;

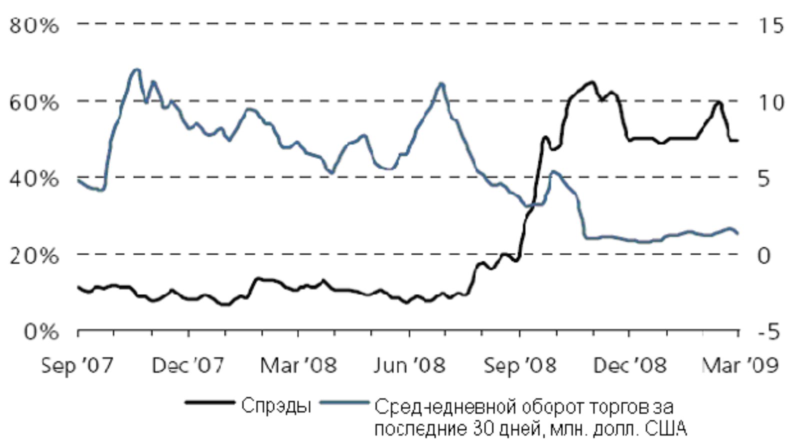
2) произошло значительное ухудшение ликвидности на рынке;

3) стало трудно определять текущую и справедливую стоимость активов, так как доходные и сравнительные оценочные подходы перестали правильно работать;

4) значительный объем торгов российскими small cap формировался иностранными инвесторами, которые в массовом порядке стали выводить свои средства с развивающихся рынков, включая Россию, начиная с августа 2008 г.

В результате, текущий финансовый кризис оказал влияние на акции компаний малой капитализации примерно в той же мере, что и на экзотические производные финансовые инструменты: интерес инвесторов упал практически до нуля и спрэды существенно расширились. В ноябре-декабре 2008 года произошли массовые панические распродажи инвесторов. Объемы торговли акциями российских компаний малой капитализации упали до экстремально низких величин и стали составлять менее 1 млн. долл. США в день. Бид/аск спрэды в среднем стали колебаться в районе 50-60%, по сравнению с 10% в 1-ой половине 2008 года[94].

Рисунок 10. Влияние финансового кризиса на средние спрэды и объем торговли российскими акциями компаний малой капитализации.



[94] Sukhanov G., Ganelin M. "Deep value performance", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, March 2008.

Проводить сравнение доходностей российских small cap с «голубыми фишками» достаточно затруднительно. Несмотря на широкое применение за рубежом, отраслевые индексы пока мало распространены в России. Причины этого связаны с сырьевой ориентацией всей российской экономики, поэтому многие инвесторы не используют другие индексы, помимо общерыночного. Определенной проблемой является также отсутствие достаточного количества эмитентов высокого класса, так как существует незначительное количество ликвидных инструментов среди компаний сегмента small cap. Еще одним затруднением является то обстоятельство, что АКМК торгуются на нескольких биржевых площадках и на внебиржевом рынке RTS Board.

В результате в России отсутствует индекс, достоверно отражающий динамику акций компаний малой капитализации. Тем не менее, рынку низколиквидных акций нужен объективный индикатор. Динамика этих бумаг в большей степени отражает экономику фондового рынка – ведь большинство из них не подвержены политическим рискам. Для повышения интереса в акциям второго эшелона и подтверждения того, что они зачастую показывают доходность больше чем у «голубых фишек», рынку нужен объективный индикатор.

Существующий индекс РТС-2, включающий в себя по состоянию на март 2009, 74 компании имеет достаточно существенные недостатки:

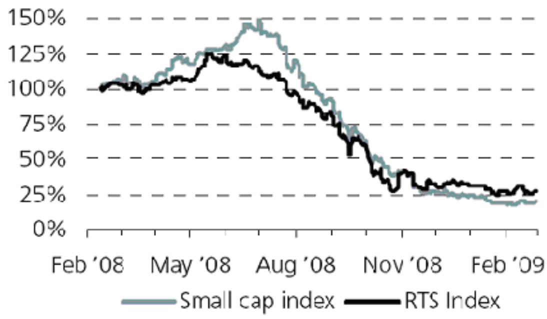
- в расчет индекса включено значительное количество компаний средней и большой капитализации для придания ему большей ликвидности;

- объемы торговли в РТС достаточно низкие, что не позволяет в полной мере показывать репрезентативные данные;

- в расчет индекса не входят бумаги с других фондовых бирж и площадки RTS Board.

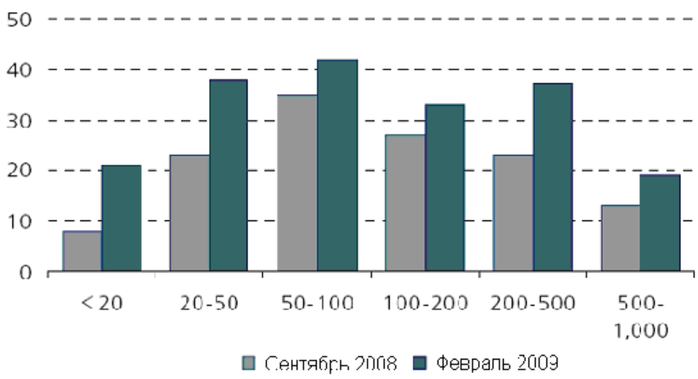
По данным ИК «Тройки Диалог», рассчитывающей собственный индекс по наиболее ликвидным российским компаниям сегмента small cap, динамика акций компаний малой капитализации в целом повторяет динамику «голубых фишек», однако отличается меньшей степенью волатильности. Низкая ликвидность приводит к тому, что в среднем котировки акций медленно реагируют на глобальные мировые изменения (стоимость нефти, рынки акций развитых стран), политические событие и больше подвержены индивидуальным колебаниям, больше связанным непосредственно с текущей деятельностью компании. До финансового кризиса котировки small cap показывали несколько лучшую динамику по сравнению с «голубыми фишками», однако тенденция к игнорированию инвесторами рисков привела к значительной отрицательной ценовой динамике для small cap (см. рисунок 11).

Рисунок 11. Сравнение доходностей российских «голубых фишек» и АКМК[95].



В результате кризиса российские АКМК потеряли в среднем за период с марта 2008 по март 2009 года 74% своей рыночной стоимости, а капитализация некоторых эмитентов снизилась на 95-97% (например, РБК, Главмосстрой, ГАЗ, Аптека 36.6)[96]. Произошло значительное перераспределение компаний по размерам капитализации, многие крупные компании, столкнувшиеся со значительными проблемами (в основном, связанные с большой долговой нагрузкой), по формальным критериям попали в разряд small cap. (см. рисунок 12).

Рисунок 12. Распределение количества российских компаний по размерам капитализации



Подводя итог, можно сказать, что низкая ликвидность и высокая степень будущей неопределенности создала дефицит интереса инвесторов к акциям

95 Sukhanov G., Ganelin M. "Deep value perfomance", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, March 2008.
96 Там же.

компаний малой капитализации. На развитых мировых рынках можно наблюдать схожие тенденции, за исключением того обстоятельства что большинство small cap акций все-таки осталось относительно ликвидными. Подобная ситуация может продолжаться достаточно длительное время, по крайней мере до тех пор пока «голубые фишки» не покажут существенный рост и инвесторы начнут искать новые недооцененные возможности. С другой стороны текущая рыночная ситуация создала уникальные возможности для долгосрочных инвесторов, так как многие бумаги стали торговаться на экстремально низких уровнях.

3.3 Перспективы развития рынка акций компаний малой капитализации в РФ

Как было показано в главе 2 эффективно работающий сегмент фондового рынка, предназначенный для размещения малых и средних предприятий, является важным элементом в экономике страны. С одной стороны он позволяет привлекать необходимые средства и тем самым стимулировать рост данных компаний; с другой стороны наличие данного элемента инфраструктуры увеличивает инвестиционную деятельность различных фондов прямых и венчурных инвестиций, которые получают возможность эффективного выхода из портфельных компаний.

Опыт западных стран показывает, что для развития и становления эффективного рынка необходимо соблюдение нескольких условий:

- наличие интереса инвесторов (в том числе иностранных) к акциям малых и средних предприятий;
- существование эффективной биржевой площадки или сегмента, предназначенного специально для размещения акций малых и средних предприятий;
- наличие значительного количества быстрорастущих МСП и их заинтересованность в привлечении средств через фондовый рынок.

Для того, чтобы оценить перспективы российского рынка акций компаний малой капитализации проведем более подробный анализ каждого из перечисленных аспектов в российской практике.

Интерес инвесторов к акциям малых и средних предприятий.

До кризиса 2008 года российский фондовый рынок развивался очень высокими темпами, как в количественном, так и в качественном отношении. Фондовый рынок находился в фазе расширения масштаба, роста капитализации и числа эмитентов. Так, средний дневной оборот Фондовой биржи ММВБ вырос в 2006-2007 годах более чем в 4 раза и достиг 200 млрд руб. (около 8 млрд долл.), что позволило ей войти в Топ-20 ведущих фондовых бирж в мире по обороту на рынке акций[97].

Наряду с количественным ростом наблюдались некоторые изменения качественного характера, например в отраслевой принадлежности эмитентов. Размещения провели компании банковского сектора, розничные сети, металлургические и высокотехнологичные компании, тем самым произошел некоторый сдвиг от сырьевой направленности в сторону большей диверсификации.

Как показали произошедшие процессы, до кризиса 2008 российские компании малой и средней капитализации представляли собой значительный интерес для российских и иностранных инвесторов. Еще одним доказательством служит тот факт, что число инструментов котируемых на внебиржевом рынке RTS Board возросло с менее 400 в 2001 году до 1750 в 2009 году[98].

Интерес к российским бумагам был обусловлен рядом обстоятельств:

- российский рынок представлен в основном несколькими крупными эмитентами, рост котировок которых со временем замедлился. С другой стороны акции небольших быстрорастущих компаний, котировки которых больше зависят не от мировых событий, а связаны с результатами работы компании, способны обеспечить существенно большую доходность по сравнению с «голубыми фишками»;
- избыточная денежная масса на рынке в значительной мере исправила главный недостаток бумаг второго и третьего эшелонов - низкую ликвидность;
- инвестиции в российские компании малой капитализации обладает рядом преимуществ (см. раздел 3.1).

[97] www.micex.ru
[98] Буклет RTS Board «Ближе к рынку», http://fs.rts.ru/files/3041/

Конечно, кризис 2008 года внес свои коррективы и интерес инвесторов к компаниям малой капитализации значительно снизился. Тем не менее, опыт предыдущих кризисов показал, что с началом роста экономики, когда «голубые фишки» начнут показывать существенный рост, инвесторы обязательно начнут искать новые недооцененные возможности. Инвесторы сильно заинтересованы, чтобы российский фондовый начинал прирастать новыми эмитентами, ведь тем самым они получают новые объекты для вложения собственных средств.

Специальные площадки для размещения акций малых и средних компаний

Как уже было показано выше, у российского фондового рынка есть слабое место — ограниченный набор торгуемых инструментов. До последнего времени в обращении на российском рынке было менее 200 акций[99]. Российские площадки существенно отстают от американских, европейских и азиатских площадок по числу обращающихся ценных бумаг.

Вывод на рынок акций новых эмитентов — стратегическая задача для российских фондовых бирж. Проблема приобретает особую остроту в свете задачи создания в России международного финансового центра. Для соответствия этому статусу нужно, чтобы в стране были представлены все глобальные игроки, инвесторы со всего мира, а для этого им необходимо предложить широкий набор инструментов.

Бум российских IPO в 2005-2007 годах привел к тому, что российские биржи начали активно работать над созданием российских сегментов, предназначенных для малых и средних компаний. Западные опыт показывает, что для того, чтобы подтолкнуть малые и средние компании к проведению IPO необходимо создание специальных условий для компаний и создание механизмов снижения рисков для инвесторов.

В 2006 году Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) переработала положение об организации торговли: положение ФСФР ввела две ключевые вещи для появления новых площадок. Для новых эмитентов был введен котировальный список «И», бумаги из которого смогут приобретать паевые фонды

[99] "Биржа инициирует выход эмитента на фондовый рынок" - Интервью с Заместителем Генерального директора ФБМВБ Геннадием Марголитом, Биржевое обозрение, № 8 (58) 2008.

и физические лица, подписав специальную декларацию о рисках. А для находящихся в этом списке компаний ФСФР ввела особые требования по раскрытию информации.

Для того, чтобы снизить риски инвесторов при вложениях в эти компании, появились два новых института. Уполномоченные финансовые консультанты (УФК в РТС, листинговые агенты на ММВБ) должны следить за своевременным раскрытием информации подопечным эмитентом (аналог Nomad на AIM), а маркет-мейкеры — поддерживать ликвидность, выставляя двусторонние котировки.

На РТС новый сектор получил название RTS Start, на ММВБ — ИРК (инновационные и растущие компании). Сравнение созданных сегментов фондового рынка приведено в таблице 4:

Таблица 4. Сравнение сегментов российского фондового рынка

Площадка	**RTS Board**	**RTS Start**	**ММВБ ИРК**
Дата запуска	15.02.2001	30.01.2007	15.06.2006
Список/тип рынка	Система индикативного котирования	Б, В, И, внесписочные бумаги	А1, А2, Б, В, И, внесписочные
Тип рынка	Внебиржевой	Биржевой	Биржевой
Виды инструментов	Акции, облигации, паи	Акции, облигации	Акции, облигации, паи
Капитализация	Нет требований	Максимум 5 млрд. руб.	От 100 млн. до 5 млрд. руб.
Дополнительные требования			Перспективная отрасль, темп роста выручки за посл. год >20%
Организационная инфраструктура	-	Уполномоченный финконсультант, маркет-мейкер	Листинговый агент
Доп. требования к раскрытию информации	-	Аналитический отчет, экспертное заключения.	Инф. меморандум, корпоративный календарь
Количество инструментов по данным на март 2009 года	1330 акций	5 акций	3 акции, 1 пай
Дополнительные преимущества	Заявителем ценных бумаг может быть участник торгов РТС, пользователь RTS Board либо сама биржа РТС (т.е без эмитента)		Комплекс услуг по PR-поддержке Комплекс IR-услуг

Таким образом, к настоящему моменту в России созданы первые площадки, специально предназначенные для размещения малых и средних компаний. Анализ показывает, что условия, предлагаемые для размещения на данных площадках достаточно похожи, и, во-многом, копируют опыт аналогичных иностранных площадок. Однако финансовый кризис, очевидно, сильно затормозил развитие российских фондовых рынков для МСП по нескольким причинам:

- резко уменьшилось количество инвесторов и свободных средств, которые могли бы быть вложены в российские компании малой и средней капитализации;

- большинство компаний не способны показывать быстрый рост, поскольку сталкиваются с существенными трудностями (резкое падение спроса на продукцию, трудности с привлечением финансирования и т.п.).

Наличие быстрорастущих МСП и их заинтересованность в привлечении средств через фондовый рынок

На рисунке 13 показано, что в России существует значительное количество акционерных обществ, которые могли бы воспользоваться возможностью привлечения инвестиций через российский фондовый рынок.

Рисунок 13. Потенциал российского рынка акций[100].

Необходимо оценить какая часть из данных компаний подходит по критериям для размещения на площадках. В 2008 году журнал «Эксперт» провел исследование среднего бизнеса в России[101]. Одной из задач исследования было

[100] Деришева О., Федоров А., «Потенциал российского рынка акций. Биржевые возможности для компаний малой и средней капитализации», Консультант, № 15 август 2007.
[101] Виньков А., Гурова Т., Полунин Ю., Юданов А., «Делать средний бизнес», «Эксперт», №10 (599), 10 марта 2008.

выявление настоящего второго эшелона — компаний, не относящихся к числу уже хорошо известных крупных, но способных стать каркасом растущей экономики. В результате было обнаружено 213 средних по размеру (выручка около 100 млн. долл. США), быстрорастущих (рост выручки более 20% в год) и самостоятельных (то есть не входящих в более крупный холдинг компаний). Можно выделить ряд факторов успеха данных компаний:

1) по большей части в списке представлены компании, которые имели или получили исторически уникальные преимущества по сравнению с конкурентами, были лидирующими или даже монопольными компаниями в своем сегменте или в регионе.

2) в числе компаний-лидеров очень мало выросших с нуля — почти все они созданы на базе советских активов. В ряде случаях, высокие темпы роста достигались за счет незначительной модернизации старого оборудования.

3) сегменты рынка, в которых работают вычлененные нами компании, являлись до финансового кризиса очень перспективными: это строительство и производство стройматериалов; пищевая промышленность, включая агропромышленные комплексы; ТЭК и компании, его обслуживающие; машиностроение; химия; металлургия; горная добыча; лесная и целлюлозно-бумажная промышленность; розничная торговля; транспорт; связь и развлечения.

Финансовый кризис, безусловно, окажет сильное отрицательное влияние на темпы роста данных компаний. Поэтому очевидно, что в течение 2009-2010 не стоит ожидать большого количества кандидатов на размещение данных компаний на фондовом рынке.

Как показывает проведенный в разделе 3.1 анализ существующие рынки малой капитализации практически не обеспечивали своей основной цели – привлечения финансирования для небольших компаний. Как было указано выше, большинство компаний из сектора RTS Board, входят в крупные холдинги либо принадлежат руководству, поэтому не заинтересованы по своей природе в обретении статуса публичной компании. Следовательно, развитие российских рынков компаний малой капитализации следует, в первую очередь, связывать с появлением новых, высокотехнологичных компаний. Как показывает западный опыт, большая часть данных компаний на ранних этапах была профинансирования фондами прямых и венчурных инвестиций, которые заинтересованы в проведении IPO и выходе из инвестиций.

В 2005-2007 годах активизировались усилия Правительства РФ по развитию в России института венчурных инвестиций на основе механизмом государственно-частного партнерства. Основными событиями, которые должны подтолкнуть развитие достаточного количества быстрорастущих инновационных компаний, заинтересованных в проведении IPO на российском рынке, стали:

- появление, начиная с 2005 года, нескольких десятков региональных венчурных фондов инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере, создаваемых на основе партнерства федеральных и местных властей с бизнесом;
- создание ОАО «Российская венчурная компания»;
- создание государственной корпорации «РОСНАНО» (с капиталом 130 млрд. руб., из которых 85 млрд. руб. возвращены в бюджет);
- строительство технико-внедренческих особых экономических зон;
- программы создание технопарков в сфере IT.

Подсчитаем планируемый эффект от данных мер поддержки на примере ГК «Роснано». Так за 2 года своего существования корпорация профинансировала 14 проектов на общую сумму около 50 млрд. руб.[102] и по словам ее главы А.Чубайса с III квартала 2009г. планирует выйти на темпы утверждения финансирования по 15 проектов в квартал. С учетом того обстоятельства, что инвестиции в 1 проект составляют в среднем 2-3 млрд. долл. руб., а доля госкорпорации составляет 25-50%, то профинансированная компания должна стоить порядка 4-10 млрд. руб. или более 100 млн. долл. США. Таким образом, в случае успешной работы Роснано, будет создан конвейер, создающий в год более 50 компаний, которые потенциально через несколько лет смогут провести публичное размещение, то есть увеличить количество эмитентов российского рынка акций компаний малой капитализации.

[102] Е. Письменная, «Цифра недели: 14 проектов», Ведомости, 20.05.2009, №90 (2360).

Выводы

Как показал проведенный анализ текущего состояния российского рынка, большинство из акций компаний малой капитализации не проводили IPO и доступны для инвесторов только на внебиржевом рынке RTS Board. Более того, поскольку эти компании зачастую принадлежат крупным российским промышленным холдингам или менеджменту, то их владельцы зачастую не заинтересованы в публичном статусе компании.

Западный опыт показывает, что существуют ряд факторов, которые способны повлиять на развитие рынка small cap. Во-первых, должен существовать интерес инвесторов к акциям МСП. Опыт показывает, что при условии начала роста российской экономики, инвесторам станут привлекательны инвестиции в small cap. Во-вторых, желательно должны существовать площадки, специально предназначенные для размещения акций компаний малой и средней капитализации. В России подобные системы были созданы в течении 2007-2008 гг. В-третьих, должно быть значительное количество быстрорастущих МСП, желательно в инновационных секторах экономики, компании из которых в наибольшей степени заинтересованы в привлечении средств через фондовый рынок. В последние несколько лет в России принят ряд серьезных мер по стимулированию развития малых и средних инновационных предприятий.

Таким образом, при соблюдении ряда условий в России должны появиться молодые компании роста, в т.ч. в высокотехнологичных отраслях, которые соответствуют критериям «новых рынков» и нуждаются в значительном объеме денежных ресурсов для развития.

Заключение

Начиная примерно с 2000-х годов российский фондовый рынок демонстрировал значительную динамику своего развития, показав при этом существенный количественный и качественный рост. Тем не менее, анализ более развитых фондовых рынков, говорит о том, что количество ликвидных акций остается очень низким, в особенности в сравнении с тем, что в России насчитывается более 180 тыс. акционерных обществ. Это говорит об огромном скрытом потенциале российского рынка. Западный опыт говорит о том, что развитая рыночная экономика должна основываться преимущественно на малом и среднем бизнесе. Многие страны заинтересованы в присутствии данных компаний на рынке ценных бумаг, поскольку задача диверсификации экономики, предполагающей развитие высокотехнологичных производств и малого бизнеса, затруднена без использования института привлечения инвестиций на фондовом рынке. Для стимулирования роста малых и средних компаний должен быть работающий эффективный механизм привлечения инвестиций на фондовом рынке, то есть сегмент фондового рынка, предназначенный для размещения малых и средних предприятий. С одной стороны он позволяет привлекать необходимые средства и тем самым стимулировать рост данных компаний; с другой стороны наличие данного элемента инфраструктуры увеличивает инвестиционную деятельность различных фондов прямых и венчурных инвестиций, которые получают возможность эффективного выхода из портфельных компаний. Большой потенциал и значимость рынка акций компаний малой капитализации для экономики страны объясняют необходимость и важность исследований зарубежной и российской практики работы рынков small cap.

Целью дипломной работы стало изучение текущего состояния рынка акций компаний малой капитализации в России и определение перспектив его развития на основе анализа мирового опыта становления подобных рынков.

В 1-ой главе было показано, что в научной и практической среде не выработано однозначного определения понятия рынка акций компаний малой капитализации. В результате было классифицировано 2 основных подхода к данному термину и составлен ряд факторов, влияющих на принадлежность компании к сегменту акций малой капитализации.

В результате анализа количества и структуры мировых фондовых рынков было выделено 2 тенденции, которые активно проявляются, начиная с 1970-х годов: 1) международная тенденция увеличения доли малых и средних компаний на биржевых рынках акций; 2) тенденция создания специальных рынков акций для привлечения инвестиций молодыми и растущими компаниями.

Также в 1-ой главе проведен критически анализ одной из самых популярных аномалий на фондовом рынке – «эффекта размера», который предполагает что акции small cap обеспечивают большую скорректированную на риск доходность по сравнению с акциями крупных компаний. Продолжающиеся активные научные дискуссии в данной области говорят о незавершенности исследований в данной области, а следовательно не стоит говорить об абсолютной верности утверждения о большей доходности акций компаний малой капитализации. Можно сделать вывод, что инвесторы в своей практике выбирают акции компании малой капитализации не столько из-за «эффекта размера», сколько и из-за множества других факторов, объясняющих привлекательность small cap.

В частности, в главе 2 аргументировано, что компаний малой капитализации как правило недостаточно исследованы, а следовательно среди small cap возможно найти сильно недооцененную компанию, потенциал которой еще не успели оценить аналитики и инвесторы. Это подтверждает тот факт, что для акций компаний малой капитализации чрезвычайно полезным является проведение фундаментального анализа. Кроме того, преимуществами small cap, являются то, что вложение в акции компаний малой капитализации обеспечивает дополнительную диверсификацию; подобные компании обычно демонстрируют значительные темпы развития и лучше приспособлены к изменяющимся внешним условиям; также дополнительным стимулом к значительному росту котировок может стать поглощение более крупной компанией или интерес к акциям со стороны крупного институционального инвесторам.

Помимо непосредственно повышенного интереса инвесторов к small cap, в дипломной работе были выделены и рассмотрены 2 других движущих фактора развития рынков акций малой капитализации.

Во-первых, проведение публичного размещения акций является по многим причинам выгодным для небольших быстрорастущих компаний, в том числе выращенных с помощью привлечения венчурного капитала. В главе 2 проанализированы возможные источники привлечения инвестиций малой быстрорастущей компанией, в частности на примере графика цикла развития подобной компании показано, что уже начиная со стадии НИОКР, некоторые из высокотехнологичных компаний в развитых странах могут привлекать акционерное финансирование путем размещения на специальных фондовых площадках для малых и средний компаний.

Во-вторых, продолжающаяся с 80-х годов XX-го века активная конкуренция фондовых бирж привела к тому, что для них стало важным создать специальную площадку, предназначенную для размещения small cap. В главе 2 были рассмотрены особенности работы крупнейших по объему торгов и количеству представленных мировых фондовых площадок, предназначенных для АКМК. В результате были выделены общие черты, присущие подобные площадкам, такие как упрощенные требования по сравнению с основной площадкой фондовой биржи, а также наличие специальных институтов уполномоченных финансовых консультантов и маркет-мейкеров. Сделан вывод, о том, что успех определенной площадки, во-многих случаях, индивидуален и объясняется совокупностью благоприятных факторов.

По результатам проведенного в 3-й главе анализа текущего состояния российского рынка small cap, сделан вывод, что в отличие от развитых стран в России на биржевом рынке представлено лишь очень малое количество эмитентов, а внебиржевой рынок представлен, в-основном, компаниями, которые не заинтересованы в публичном статусе. На основании анализа западного опыта рассмотрены условия, при которых условий в России должны появиться котирующиеся на фондовой бирже молодые компании роста. Проанализировано влияние мирового финансовый кризис, в частности выделены причины, по которым он в значительной мере приостановил процесс развития российского рынка small cap. Сделан вывод, что в последние несколько лет произошел ряд событий, которые в долгосрочной перспективе должны стимулировать развитие рынка, в частности это создание специальных сегментов для small cap на фондовых биржах РТС и ММВБ, а также ряд мер государственной поддержки малого и среднего инновационного бизнеса. Среди потенциальных угроз для развития остаются проблемы, связанные с неразвитостью фондового рынка – отсутствие адекватной защиты российских инвесторов, недостатки в финансовой политике государства, чрезмерная зависимость инвестиционных процессов от внешнеэкономической конъюнктуры и т.п.

В случае выполнения ряда условий, развитие рынка акций компаний малой капитализации в России позволит не только более эффективно привлекать инвестиции в российские компании, но и стимулировать развитие венчурного инвестирования, что позволит развивать инновационную экономику, выпускать более конкурентоспособную продукцию, расширить российскую позицию на мировых рынках.

Список использованных сокращений

1. АКМК – акции компании малой капитализации.
2. Small cap – акции компании малой капитализации.
3. Mid-cap – акции компаний средней капитализации.
4. Large-cap – акции компании большой капитализации.
5. МСП - малые и средние предприятия. Данный термин распространен в английском языке, как SME (small & medium size enterprises).
6. IPO (Initial Public Offering) – первичное публичное размещение акций.
7. WFE (World Federation of Exchange) – Всемирная федерация фондовых бирж.
8. NYSE – Нью-Йорская фондовая биржа.
9. LSE – London Stock Exchange – Лондонская фондовая биржа
10. NASDAQ (сокр. от англ. National Association of Securities Dealers Automated Quotation) – американская компьютеризированная система торговли, специализирующаяся на акциях высокотехнологичных компаний.
11. ММВБ – Московская межбанковская валютная биржа. (ЗАО «ФБ ММВБ).
12. РТС – Российская торговая система. (ОАО «РТС»)
13. Роснано – Российская государственная корпорация нанотехнологий.
14. РВК – ОАО «Российская венчурная компания».

Глоссарий

Эффект размера – аномалия фондового рынка, заключающаяся в том, что акции компаний малой капитализации имеют значительно более высокую скорректированную на риск доходность, чем акции крупный компании. Обнаружен Банцом в 1981 году.

Премия за размер – разница между доходностью акции компании малой капитализации и более крупной компанией за определенный период.

Спрэд – разница между ценой покупки (bid) и продажи (ask) ценной бумаги. В относительной величине, как правило, определяется по формуле: (ask-bid) / ask*100%.

Список литературы

I. Законодательные акты.

1.1 Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 N 208-ФЗ (в ред. от 30.12.2008), система «Консультант-плюс».

1.2 Налоговый кодекс Российской федерации, части 1 и 2, система «Консультант-плюс».

II. Монографии

2.1 Брейли Р., Майерс С., «Принципы корпоративных финансов», М: Олимп-Бизнес, 2007.

2.2 Дамодаран А. «Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов», М: Альпина Бизнес Букс, 2004. - 1342с.

2.3 Кристенсен Клейтон М., «Дилемма инноватора. Как из-за новых технологий погибают сильные компании», Альпина Бизнес-Букс, 2004.

2.4 Миркин Я.М.. Лекции по курсу «Институты финансовых рынков», Москва, 2007.

2.5 Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина-Паблишер, 2002

2.6 Пратт Ш., «Стоимость капитала», Квинто-Консалтинг, 2006.

III. Российские периодические издания

3.1 “Биржа инициирует выход эмитента на фондовый рынок” - Интервью с Заместителем Генерального директора ФБ ММВБ Геннадием Марголитом, Биржевое обозрение, № 8 (58) 2008.

3.2 Виньков А., Гурова Т., Полунин Ю., Юданов А., «Делать средний бизнес», «Эксперт», №10 (599), 10 марта 2008.

3.3 Голубков Д., «Риски и потенциал бумаг «второго эшелона», Биржевое обозрение № 11 (37) 2006.

3.4 Гулькин П., «О венчурной халве и вкусе реальности», журнал для альтернативных инвесторов “The Angel Investor”, №1(07), март 2008.

3.5 Деришева О., Федоров А., «Потенциал российского рынка акций. Биржевые возможности для компаний малой и средней капитализации», Консультант, № 15 август 2007.

3.6 Катышков А., Ким М. "Оценка "премии за размер" на российском рынке", Рынок Ценных Бумаг, #23, 2002 год.

3.7 Ковалев А., «Бизнес-приватизация», «Коммерсантъ», № 120(588), 1.07.1994.
3.8 Ладыгин Д., Гайдаев В. «Эффект малых величин», «Деньги», № 33(639), 27.08.2007.
3.9 Родионов И., «Институт венчурных инвестиций. Частно-государственное партнерство», журнал для альтернативных инвесторов “TheAngel Investor”, №1(07), март 2008.

IV. Иностранная литература

4.1 “Stocks, Bonds, Bills, and Inflation”, 2008 Ibbotson Valuation Yearbook, Morningstar Inc.
4.2 Sukhanov G., Ganelin M., Kazakov A., "Catch the Falling Stars", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, September 2008.
4.3 Sukhanov G., Ganelin M. "Stress Testing Our Universe", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, December 2008.
4.4 Sukhanov G., Ganelin M. "Deep value perfomance", Small Cap Quarterly, Troika Dialog Research, March 2008.
4.5 Kuhn, T. 1970. The Stucture of Scientific Revolutions, (University of Chicago Press, Chicago).
4.6 Banz R., The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. Journal of Financial Economics, 9:3-18.
4.7 Mathijs A. van Dijk. Is Size dead? A Review of the Size Effect in Equity Returns, SSRN Electronic Library, 2007.
4.8 Wei Huang, Cheol S. Eun, Sandy Lai. “International Diversification with Large- and Small-Cap Stocks”, SSRN Electronic Library, 2007.
4.9 Eugene F. Fama and Kenneth R. French, The Cross-Section of Expected Stock Returns, Journal of Finance, June 1992.
4.10 Roll, R., 1983, “Vas ist Das? The Turn-of-the-Year Effect and the Return Premia of Small Firms,” *Journal of Portfolio Management*, 9, 18−28.
4.11 Brown, P., A.W. Kleidon, and T.A. Marsh, 1983, “New Evidence on the Nature of Size Related Anomalies in Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, 12, 33−56.
4.12 Amihud, Y., and H. Mendelson, 1986, “Asset Pricing and the Bid-Ask Spread,” *Journal of Financial Economics*, 17, 223−249.
4.13 Chan, L.K.C., and N.-F. Chen, 1991, “Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms,” *Journal of Finance*, 46, 1467−1484.

4.14 Berk, J.B., 1995, "A Critique of Size-Related Anomalies," *Review of Financial Studies*, 8, 275−286.

4.15 Berk, J.B., 1996, "An Empirical Re-examination of the Relation between Firm Size and Return,"working paper, University of Washington.

4.16 Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan and James D. Peterson "Estimates of Small Stocks Betas Are Much Too Low", Journal of Portfolio Management (summer 1997), pp. 104-110.

4.17 James L. Davis, Eugene F. Fama and Kenneth R. French, Characteristics, Covariances and Average Returns: 1929-1997. The Journal of Finance, February 2000.

4.18 Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, "Triumph of the Optimists". Princeton University Press, 2002.

4.19 Richard Imperiale, "The Micro Cap Investor: Strategies for Making Big Returns in Small Companies", John Wiley and Sons, 2005.

4.20 Christopher Graja, Elizabeth Merrifield Ungar, "Investing in Small-cap Stocks" by, Business & Economics, 1999.

4.21 Satya Dev Pradhuman, "Small-cap Dynamics: Insights, Analysis, and Models", Business & Economics, 2000.

4.22 Nora Peterson, Jay Coughenour "Wall Street Lingo: Thousands of Investment Terms Explained Simply", Atlantic Publishing Company, 2007.

4.23 Jeremy J. Siegel «Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies», Edition: 4, illustrated, revised, McGraw-Hill Professional, 2007.

4.24 Pratip Kar, "Capital Markets and Economic Development- New Avenues for the Financing of Small and Medium Size Enterprises (SMEs)", 32nd Annual Conference of the IOSCO, Mumbai, India Panel 4.

V. Интернет-издания

5.1 Marilyn Kun, "A Work of Art: CRSP's Database", GSB Chicago magazine, volume 17, number 2, Spring 1995. (http://www.dfaus.com/library/reprints/work_of_art/)

5.2 Rick Wayman, "What Is A Small Cap?", Investopedia, (http://www.investopedia.com/articles/analyst/010502.asp)

5.3 http://www.rts.ru/

5.4 http://www.micex.ru/

5.5 http://www.quote.ru/

5.6 http://www.world-exchanges.org/

5.7 http://finance.yahoo.com/

5.8 http://www.iosco.org/

5.9 http://www.oecd.org

5.10 http://www.mckinseyquarterly.com

5.11 http://www.nasdaq.com/

5.12 www.tsx.com/

5.13 www.londonstockexchange.com/aim

5.14 http://eng.krx.co.kr/index.html

5.15 http://www.bseindia.com/about/indonext.asp

5.16 http://www.klse.com.my/

5.17 http://www.szse.cn/main/en/smeboard/aboutsmeboard/

5.18 http://www.tse.or.jp/english/listing/mothers/index.html

5.19 http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/equities.htm

5.20 www.ase.gr/default_en.asp

5.21 www.sgxcatalist.com/

5.22 http://www.euronext.com/

5.23 http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/

5.24 http://www.mai.or.th/en/

5.25 www.borsaitaliana.it

Приложение 1

Общее количество торгуемых бумаг по группам капитализации на крупнейших мировых биржах, входящих в World Federation Of Exchanges, по данным на конец 2007 года

№	Биржа	Large-Cap	Mid-Cap	Small-Cap	Micro-Cap
1	NYSE Group	60.9%	32.0%	6.1%	1.0%
2	Tokyo SE Group	21.5%	38.1%	26.1%	14.3%
3	Euronext	19.3%	23.1%	18.2%	39.5%
4	Nasdaq	12.3%	38.9%	25.3%	23.5%
5	London SE	12.1%	23.9%	20.3%	43.7%
6	Shanghai SE	8.2%	45.0%	39.2%	7.6%
7	Hong Kong Exchanges	11.9%	21.7%	19.6%	46.8%
8	TSX Group	4.7%	12.0%	12.7%	70.6%
9	Deutsche Bцrse	n/a	n/a	n/a	n/a
10	Bombay SE	2.0%	6.3%	5.4%	86.3%
11	BME Spanish Exchanges	n/a	n/a	n/a	n/a
12	NSE India	9.2%	26.5%	20.6%	43.7%
13	Sao Paulo SE	24.2%	26.2%	13.5%	36.0%
14	Australian SE	7.7%	16.6%	16.1%	59.6%
15	Swiss Exchange	n/a	n/a	n/a	n/a
16	OMX Nordic Exchange	16.5%	28.1%	22.2%	33.2%
17	Korea Exchange	n/a	n/a	n/a	n/a
18	Borsa Italiana	29.5%	43.4%	19.4%	7.6%
19	Jacarta SE	15.0%	25.9%	18.4%	40.7%
20	Shenzhen SE	5.5%	42.3%	45.1%	7.1%
21	Taiwan SE Corp.	10.9%	35.5%	30.5%	23.1%
22	Singapore Exchange	8.2%	17.4%	21.8%	52.7%
23	Mexican Exchange	36.0%	32.8%	12.0%	19.2%
24	Oslo Bшrs	16.0%	37.9%	22.8%	23.3%
25	Bursa Malaysia	n/a	n/a	n/a	n/a
26	Istanbul SE	8.2%	22.5%	19.3%	50.0%
27	Athens Exchange	10.1%	23.5%	26.8%	39.6%
28	American SE	n/a	n/a	n/a	n/a
29	Wiener Bцrse	23.3%	25.0%	16.4%	35.3%
30	Tel Aviv SE	3.6%	12.5%	18.0%	65.9%
31	Santiago SE	12.7%	25.4%	16.8%	45.1%
32	Osaka SE	4.9%	16.1%	29.2%	49.8%
33	Indonesia SE	6.7%	14.5%	18.6%	60.2%
34	Warsaw SE	11.2%	28.9%	27.6%	32.3%
35	Thailand SE	4.6%	13.7%	18.9%	62.7%

Источник: **WFE - Survey** on Domestic **Market Capitalization Segmentation**, 2007.

Приложение 2

Состоявшиеся IPO российских компаний

Эмитент	Дата размещения	Доля, %	Площадка	Объем, млн. $	Капитализация в момент IPO, млн. $	Small cap в момент IPO (да/нет)[103]
ВымпелКом	20.11.1996	30	NYSE	115	383,3	да
Голден Телеком (Golden Telecom)	30.09.1999	34	NASDAQ	64	188,2	да
МТС	30.06.2000	15,4	NYSE	305	1980,5	нет
Вимм-Билль-Дан ПП	02.02.2002	17,6	NYSE	200	1136,4	нет
РБК Информационные Системы	18.04.2002	16	ММВБ, РТС	13,3	83,1	да
Аптечная сеть 36,6	31.01.2003	20	ММВБ	14	70,0	да
Иркут	26.03.2004	23,3	ММВБ, РТС	127	545,1	нет
Концерн Калина	28.04.2004	30	ММВБ	53	176,7	да
Мечел	29.10.2004	11,5	NYSE	335	2913,0	нет
Седьмой континент	12.11.2004	13	РТС	81	623,1	нет
ОПИН	29.11.2004	38,5	РТС, LSE	69	179,2	да
АФК Система	09.02.2005	19	LSE	1 566	8242,1	нет
Лебедянский	11.03.2005	19,9	ММВБ, РТС	151	758,8	нет
Пава (Хлеб Алтая АПК)	21.03.2005	10	ММВБ, РТС	8	80,0	да
Северсталь-авто	11.04.2005	30	ММВБ, РТС	135	450,0	да
X5 Retail Group N.V.	13.05.2005	30	LSE	598	1993,3	нет
ЕвразХолдинг	02.06.2005	8,3	LSE	422	5084,3	нет
Rambler Media	10.06.2005	25,98	LSE (AIM)	40	154,0	да
НОВАТЭК	21.07.2005	17,3	LSE	878	5075,1	нет
Urals Energy	04.08.2005	35	LSE (AIM)	131	374,3	да
Амтел-Фредештайн	10.11.2005	27,1	LSE	202	745,4	нет
Новолипецкий МК	09.12.2005	7	LSE	609	8700,0	нет
Комстар-ОТС	07.02.2006	35	LSE	1 060	3028,6	нет
Группа Разгуляй	06.03.2006	25	ММВБ, РТС	144	576,0	нет
Верофарм	25.04.2006	49,9	РТС	140	280,6	да
Магнит	28.04.2006	19	РТС	368	1936,8	нет
Группа Черкизово	10.05.2006	27,8	LSE	251	902,9	нет
CTC Media	01.06.2006	16,4	NASDAQ	346	2109,8	нет
Роснефть	19.07.2006	14,8	ММВБ, РТС, LSE	10 600	71621,6	нет
ТМК	31.10.2006	23	РТС, LSE	1 070	4652,2	нет
ОГК-5	31.10.2006	14,4	ММВБ, РТС	459	3187,5	нет
Система-Галс	03.11.2006	18	LSE	420	2333,3	нет
Челябинский ЦК	07.11.2006	18	РТС, LSE	281	1561,1	нет
Северсталь	08.11.2006	9,1	LSE	1 063	11681,3	нет
Распадская	10.11.2006	33	ММВБ, РТС	316,7	959,7	нет
Центр международной торговли	05.12.2006	18	РТС	105,3	585,0	нет
RGI International Ltd.	11.12.2006	31,5	LSE (AIM)	192	609,5	нет
Полиметалл	07.02.2007	24,8	LSE, ММВБ, РТС	604	2435,5	нет
Ситроникс	07.02.2007	17,5	LSE, МФБ, РТС	352,6	2014,9	нет
Интегра ГК	27.02.2007	28	LSE	668	2385,7	нет
ММК	24.04.2007	8,9	РТС, ММВБ, LSE	1 000	11236,0	нет
Volga Gas	25.04.2007	40,3	AIM	135	335,0	да
Нутринвестхолдинг	26.04.2007	27,4	ММВБ, РТС	200	729,9	нет
AFI Development	03.05.2007	19,1	LSE	1 400	7329,8	нет
Фармстандарт	04.05.2007	40	РТС, ММВБ, LSE	880	2200,0	нет
Банк ВТБ	14.05.2007	22,5	ММВБ, РТС,	7 940	35288,9	нет

[103] Под small cap подразумеваются компании с капитализацией в момент размещения размером менее 500 млн. долл. США.

			LSE			
ДИКСИ групп	21.05.2007	41,67	ММВБ, РТС	360	863,9	нет
РТМ	22.05.2007	25,8	РТС	92	356,6	да
Росинтер Ресторантс Холдинг	31.05.2007	26	РТС	100	384,6	да
Группа Компаний ПИК	01.06.2007	15,64	РТС, ММВБ, LSE	1 850	11828,6	нет
Армада	31.07.2007	20	ММВБ, РТС	29,8	149,0	да
Уралкалий	12.10.2007	12,75	РТС, LSE	948	7435,3	нет
М.Видео	01.11.2007	29,2	ММВБ, РТС	365	1250,0	нет
НМТП	02.11.2007	19,38	РТС, ММВБ, LSE	955	4927,8	нет
Eurasia Drilling Company	02.11.2007	21,2	LSE	450	2122,6	нет
Банк Санкт-Петербург	06.11.2007	18	ММВБ, РТС	274	1522,2	нет
Группа ЛСР	11.11.2007	12,5	LSE	772	6176,0	нет
Синергия	15.11.2007	20	ММВБ, РТС	190,4	952,0	нет
Globaltrans	29.04.2008	29	LSE	449,4	1549,7	нет

Источник: www.quote.ru.

Приложение 3

Российские компании, которые могут быть отнесены к компаниям малой капитализации, данные по состоянию на начало марта 2009 года[104]

Сектор/Название	Основная торговая площадка[105]	Тикер	Рыночная капитализация, млн. $	Изменение стоимости за 1 год
Химическое производство			**1 759,30**	**-57,73%**
АПК Азот	RTS Board	azop RU	375,40	1,10%
Дорогобуж	ММВБ	DGBZ RX	172,30	-69,60%
Казаньоргсинтез	RTS Classic&T+0	KZOS RU	138,40	-87,10%
Метафракс	RTS Board	mefr RU	81,50	-85,70%
Минудобрения	RTS Board	minu RU	234,90	-21,60%
Нижнекамскнефтехим	RTS Classic&T+0	NKNC RU	290,30	-81,70%
Сода	RTS Board	sodd RU	234,60	-77,50%
Уфаоргсинтез	RTS Classic&T+0	UFOS RU	231,90	-39,70%
Инфраструктурное строительство			**1 766,40**	**-71,12%**
Бамстроймеханизация	RTS Board	bmsm RU	76,10	15,40%
Бамтоннельстрой	RTS Board	btst RU	84,70	-81,50%
Дальмостострой	RTS Board	dmoa RU	61,90	-72,40%
Дормост	RTS Board	drmo RU	17,90	-72,50%
Гипроспецгаз	RTS Board	gsgz RU	16,80	-82,40%
Главмоссстрой	RTS Board	gmst RU	11,60	-97,30%
Горнозаводск цемент	RTS Board	gzce RU	23,60	-96,60%
Искитим цемент	RTS Board	iskc RU	14,80	-96,10%
Ханты-мансийскдорстрой	RTS Board	hmds RU	70,10	-59%
Ленгазспецстрой	RTS Board	legs RU	25,20	-90,20%
Метрострой	RTS Board	metp RU	20,50	-90,90%
Мосинжбетон	RTS Board	msib RU	13,60	-53,40%
Мосинжстрой	RTS Board	mist RU	102,90	-60,90%
Мостотряд 19	RTS Board	msot RU	123,50	-69,30%
Мостострой 11	RTS Board	msts RU	134,30	-48,30%
Мостострой 6	RTS Board	mstf RU	75,00	-36,90%
Мостостроиндустрия	RTS Board	msin RU	80,60	-66,90%
Мостотрест	RTS Board	mstt RU	263,80	-80,40%
Оргэнергогаз	RTS Board	oeng RU	22,60	-69,40%
Севзапэлектросетьстрой	RTS Board	szes RU	95,00	-58,60%
Сибирский цемент	RTS Board	scem RU	159,40	-96,80%
Спецгазавтотранс	RTS Board	sgat RU	21,20	-77,40%
Спецгазремстрой	RTS Board	sgrs RU	35,30	-85,00%
Транссигналстрой	RTS Board	trss RU	13,00	-90,60%
Трансстрой	RTS Board	ktrs RU	65,40	-88,90%
Трест Гидромонтаж	RTS Board	trgm RU	23,40	-70,90%
Внипигазодобыча	RTS Board	vnip RU	82,30	-28,60%
Волгомост	RTS Board	vlgm RU	31,90	-85,50%
Потребительский сектор			**1 373,40**	**-79,58%**
Биохимик	RTS Board	bioh RU	5,70	-80,80%
Черкизово	LSE	CHE LI	97,60	-90,30%
Дальхимфарм	RTS Board	dahf RU	11,30	-60,20%
Дикси	RTS Classic&T+0	DIXY RU	151,80	-87,90%
Пивоварня Эфес	LSE	EBID LI	169,10	-87,40%
Калина	RTS Classic&T+0	KLNA RU	44,90	-86,30%
Красфарма	RTS Board	kfar RU	8,10	-69,30%
Мурманский траловый завод	RTS Board	mutf RU	47,40	-42,20%
Находкинская БАМР	RTS Board	nbam RU	47,80	-65,00%
Пава	RTS Classic&T+0	AKHA RU	21,70	-82,50%
Аптека 36.6	RTS Classic&T+0	APTK RU	19,70	-96,40%
Разгуляй	RTS Classic&T+0	GRAZ RU	128,80	-90,90%
Красный октябрь	RTS Classic&T+0	KROT RU	48,70	-88,70%

[104] Под small cap подразумеваются компании с капитализацией менее 500 млн. долл. США, имеющие относительную ликвидность. Источник: ИК «Тройка Диалог».
[105] Под основной площадкой подразумевается наиболее ликвидная площадка, на которой котируются акции.

Седьмой континент	RTS Classic&T+0	SCON RU	450,00	-73,90%
Шатура	RTS Board	mksh RU	5,00	-92,10%
Верофарм	RTS Classic&T+0	VRPH RU	115,80	-79,30%
Машиностроение			**3 911,60**	**-71,91%**
Алтайский вагоностроительный завод	RTS Board	alvg RU	85,90	-75,80%
Амтел-Поволжье	RTS Board	kirt RU	28,30	-48,50%
АвтоВаз	ММВБ	AVAZ RX	261,30	-85,90%
Балтийский завод	RTS Board	balz RU	25,80	-58,50%
Борское стекло	RTS Board	borg RU	99,20	-80,90%
ГАЗ	RTS Classic&T+0	GAZA RU	88,40	-97,50%
Илюшин	RTS Board	akil RU	81,50	-58,60%
Иркут	ММВБ	IRKT RX	91,30	-83,50%
Калужский турбинный завод	RTS Board	ktyr RU	29,80	-74,40%
КамАЗ	ММВБ	KMAZ RX	323,60	-88,90%
Казанские моторы	RTS Board	kpmo RU	57,10	-8,20%
Коломенский вагоностроительный завод	RTS Board	klmz RU	27,10	-80,00%
Кондопога	RTS Board	kndo RU	89,60	-54,80%
Курганмашзавод	RTS Board	kmza RU	51,00	-69,50%
Лужский абразивный завод	RTS Board	ljaz RU	37,70	-72,90%
Микрон	RTS Board	mkro RU	38,00	-70,90%
Нижнекамскшина	RTS Classic&T+0	NKSH RU	20,40	-76,20%
Омскшина	RTS Board	omsh RU	7,80	-80,00%
Силовые машины	RTS Classic&T+0	SILM RU	344,00	-80,80%
Красный котельщик	RTS Classic&T+0	krko RU	48,00	-81,30%
РКК Энергия	RTS Classic&T+0	RKKE RU	55,80	-89,40%
НПО Сатурн	RTS Board	satr RU	23,70	-93,50%
Северский трубный завод	RTS Classic&T+0	SVTZ RU	268,30	-62,60%
Синарский трубный завод	RTS Classic&T+0	SNTZ RU	160,50	-79,20%
Сокол авиационный завод	RTS Board	naso RU	12,00	-85,00%
Соликамскбумпром	RTS Board	skbp RU	37,20	-84,50%
Соллерс	ММВБ	SVAV RX	102,30	-92,70%
Соломбальский ЦБК	RTS Board	scbk RU	11,20	-67,20%
Сухой ОКБ	RTS Board	okbs RU	54,60	-60,60%
Тагмет	RTS Classic&T+0	TAMZ RU	92,80	-84,30%
Терней-лес	RTS Board	terl RU	65,50	-40,80%
Туполев	RTS Board	tupl ru	43,50	-80,00%
Тверской вагоностроительный завод	RTS Board	tvag RU	49,90	-88,80%
Уфимские моторы	RTS Classic&T+0	UFMO RU	71,80	-82,60%
Улан-Удэнский авиационный завод	RTS Board	uuaz RU	46,80	-42,30%
УАЗ	RTS Board	uaza RU	187,40	-62,10%
Уралгидромаш	RTS Board	ylgc RU	58,80	-51,70%
Волтайр-пром	RTS Board	vltp RU	32,50	-52,20%
Воронежский авиационный завод	RTS Board	vaso RU	7,10	-86,40%
Выборгский судостроительный завод	RTS Board	vssz ru	27,70	-75,80%
Выксунский метзавод	RTS Classic&T+0	VSMZ RU	425,90	-86,70%
Заволжский моторный завод	RTS Classic&T+0	ZMZN RU	240,50	-44,90%
Медиа и ИТ			**574,40**	**-92,08%**
СТС Медиа	NASDAQ	CTCM US	456,50	-89,50%
IBS	Deutsche Boerse	ZY71 GR	35,00	-94,60%
Рамблер	AIM	RMG LN	49,00	-87,70%
РБК	ММВБ	RBCI RX	33,90	-96,50%
Металлургия и горнодобыча			**1 889,30**	**-65,34%**
Ашинский метзавод	RTS Classic&T+0	AMEZ RU	66,80	-85,40%
Белон	RTS Classic&T+0	BLNG RU	180,60	-88,80%
Белорецкий меткомбинат	RTS Board	bmkk RU	65,50	-64,10%
Челябинский меткомбинат	RTS Classic&T+0	CHMK RU	183,40	-85,70%
Челябинский цинковый завод	LSE	CHZN LI	54,20	-91,80%
Электроцинк	RTS Classic&T+0	ELTZ RU	33,00	-77,10%
Гайский ГОК	RTS Board	ggok RU	73,20	-82,00%
Горковский метзавод	RTS Board	gmez RU	9,90	-28,60%
Highland Gold Mining	AIM	HGM LN	203,80	-77,90%
Ижсталь	RTS Classic&T+0	IGST RU	26,40	-79,00%
Коршуновский ГОК	RTS Classic&T+0	KOGK RU	193,70	-77,10%

Русполимет	RTS Classic&T+0	RUSP RU	77,70	-2,50%
Метзавод им. А.К. Серова	RTS Board	metz RU	32,70	-63,00%
Комбинат Южуралникель	RTS Board	unkl RU	55,20	-92,70%
Южный Кузбасс	RTS Classic&T+0	UKUZ RU	270,80	-93,00%
Учалинский ГОК	RTS Board	ugok RU	158,00	-80,50%
Уралэлектромедь	RTS Board	uelm RU	93,80	-85,10%
Уралкуз	RTS Board	urkz RU	95,90	24,10%
Уралредмет	RTS Board	urrm ru	14,70	-11,20%
Нефтесервисные услуги			**179,40**	**-51,08%**
Башнефтегеофизика	RTS Board	bngf RU	24,50	-79,80%
Хантымансийскгеофизика	RTS Board	khgf RU	41,00	0,00%
Сибнефтегеофизика	RTS Board	sngf RU	32,50	-63,10%
Тюменнефтегеофизика	RTS Board	tngg RU	15,30	-73,60%
Ямалгеофизика	RTS Board	ymgf RU	66,10	-38,90%
Недвижимость			**577,00**	**-96,52%**
Центродорстрой	RTS Board	cdst RU	37,20	-93,00%
ЛСР	LSE	LSRG LI	247,00	-96,40%
ПИК	LSE	PIK LI	238,00	-98,30%
РТМ	RTS Classic&T+0	RTMC RU	7,70	-97,70%
Система-галс	LSE	HALS LI	47,10	-97,20%
Телекомы			**1 600,50**	**-76,69%**
Башинформсвязь	RTS Classic&T+0	BISV RU	53,30	-67,20%
Центральный телеком	ММВБ	CTLK RX	213,80	-77,00%
Дальневосточный телеком	ММВБ	DLSV RX	74,50	-80,20%
Северо-западный телеком	ММВБ	SPTL RX	194,00	-77,80%
Сибирский телеком	ММВБ	STKM RX	148,50	-82,30%
Южный телеком	ММВБ	UTEL RX	69,70	-83,00%
Таттелеком	RTS Classic&T+0	TTLK RU	109,40	-58,00%
Уралсвязьинформа	ММВБ	URSI RX	318,20	-74,20%
Волга телеком	ММВБ	VTEL RX	170,00	-81,00%
Глобалтранс	LSE	GLTR LI	107,60	-94,20%
Приморское морское пароходство	ММВБ	PRIM RX	98,90	-55,00%
Авиакомпания ЮТэйр	RTS Classic&T+0	TMAT RU	42,60	-90,40%
Коммунальные услуги			**6 048,80**	**-85,05%**
Башкирэнерго	RTS Classic&T+0	BEGY RU	256,80	-88,30%
Интер-РАО	RTS Classic&T+0	IRAO RU	477,60	-72,00%
Кузбасэнерго	ММВБ	KZBE RX	149,90	-87,60%
Ленэнерго	ММВБ	LSNG RX	227,30	-83,50%
МРСК Центра	RTS Classic&T+0	MRKC RU	485,50	-75,80%
МРСК Центра и Приволжья	RTS Classic&T+0	MRKP RU	309,40	-80,30%
МРСК Северного Кавказа	RTS Classic&T+0	MRKK RU	18,50	-93,90%
МРСК Северо-Запада	RTS Classic&T+0	MRKZ RU	205,90	-80,30%
МРСК Сибири	RTS Classic&T+0	MRKS RU	232,40	-85,60%
ОАО МРСК Юга	RTS Classic&T+0	MRKY RU	69,70	-91,40%
МРСК Урала	RTS Classic&T+0	MRKU RU	191,90	-87,80%
МРСК Волги	RTS Classic&T+0	MRKV RU	437,50	-68,40%
ОГК-1	ММВБ	OGK1 RX	340,00	-90,30%
ОГК-2	ММВБ	OGK2 RX	246,60	-90,80%
ОГК-3	ММВБ	OGKC RX	449,10	-88,40%
ОГК-6	ММВБ	OGK6 RX	254,70	-88,50%
ТГК-1	ММВБ	TGKA RX	322,60	-90,60%
ТГК-2	ММВБ	TGKB RX	118,00	-89,40%
ТГК-4	ММВБ	TGKD RX	224,60	-85,00%
ТГК-5	ММВБ	TGKE RX	106,40	-84,80%
ТГК-6	ММВБ	TGKF RX	166,30	-86,50%
ТГК-7	RTS Classic&T+0	TGKG RU	202,60	-93,80%
ТГК-9	ММВБ	TGKI RX	218,70	-86,80%
ТГК-11	RTS Classic&T+0	TGKK RU	153,80	-78,50%
ТГК-13	RTS Classic&T+0	TGKM RU	103,40	-93,40%
ТГК-14	ММВБ	TGKN RX	79,60	-69,60%
Итого			**19 680,10**	**-74,10%**