

## 10.6. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕХАНИЗМОВ ФОНДОВОГО РЫНКА ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ МАЛЫХ И СРЕДНИХ КОМПАНИЙ

Куликова Е.И., к.э.н., доцент

*Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ*

Российские предприятия, относящиеся к категории малого предпринимательства, испытывают серьезные трудности, среди которых выделяются: отсутствие стратегии развития малых форм хозяйствования, несовершенство законодательной базы, регулирующей деятельность малых предприятий; отсутствие развитой системы поддержки малого бизнеса на всех уровнях и недостаточность собственных финансовых средств.

Фондовый рынок долгое время не рассматривался отечественными малым бизнесом как источник финансирования своего развития.

Данная статья посвящена анализу тех финансовых возможностей, которые рынок ценных бумаг предоставляет предприятиям и организациям. Статья посвящена способам привлечения финансовых средств посредством эмиссии ценных бумаг как альтернативного источника кредитования предприятий и организаций малого бизнеса.

Предпринимательская деятельность в условиях рынка требует стратегических решений, способных обеспечить конкурентоспособность на длительную перспективу. Без тщательной разработки стратегий поведения фирмы в конкурентной среде выжить невозможно. При этом основные проблемы связаны с формированием новых механизмов реализации процессов развития малого бизнеса, структурной, договорной, инвестиционной и финансовой политики.

Одним из важнейших направлений, способствующих развитию малого предпринимательства, является совершенствование финансового механизма, целью которого является создание благоприятных финансово-экономических условий для устойчивого развития хозяйствующих субъектов малого бизнеса.

Предпринимательство как структурный и функциональный элемент национальной экономики обладает определенными стратегическими преимуществами, реализация которых способствует достижению целей государственной социально-экономической политики, обеспечению устойчивости и саморазвития этого сектора. Повышение активности предпринимательской деятельности выступает фактором наращивания национального богатства и увеличения объема промышленного производства в стране.

В процессе финансово-хозяйственной деятельности у каждого хозяйствующего субъекта возникают определенные финансовые отношения, связанные с организацией деятельности, производством и реализацией, формированием собственных финансовых ресурсов, привлечением внешних источников финансирования, распределением и использованием доходов.

На основе системного подхода к управлению малым бизнесом необходимо исследовать совокупность объективных факторов, оказывающих влияние на развитие его предприятий и организаций. Малый бизнес можно рассматривать как систему, так как бизнес представляет собой сочетание разнофункциональных и разнокачественных объектов, которые выполняют производственную, коммерческую и финансовую функции, объединенные в рамках бизнеса. Поэтому в малом бизнесе можно выделить три взаимосвязанные самостоятельные подсистемы – производственную, коммерческую и

финансовую, каждая из которых является сложным образованием, имеющим собственные элементы.

Именно финансовое состояние организации характеризует, насколько успешно взаимодействуют все эти подсистемы на предприятии. Из всех видов ресурсов финансовые имеют первостепенное значение, поскольку это единственный вид ресурсов предприятия, трансформируемый непосредственно и с минимальным временем в любой другой вид ресурсов.

Осуществление практических всех видов финансовых операций предприятия генерирует определенное движение денежных средств в форме их поступления или расходования. Это движение денежных средств функционирующего предприятия во времени представляет собой непрерывный процесс и определяется понятием «денежный поток». Денежный поток – это совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью. Денежные потоки предприятия во всех их формах и видах, а соответственно, и совокупный его денежный поток, несомненно, является самостоятельным объектом финансового менеджмента, требующим углубления теоретических основ и расширения практических рекомендаций.

В задаче нашего исследования не входит подробное изучение данной экономической категории, однако поскольку денежные потоки предприятия являются одной из главных составляющих его деятельности, а кроме того, дают возможность понимания взаимодействия всех его подсистем, мы считаем необходимым представить общую схему денежных потоков предприятия и их источников (рис. 1).

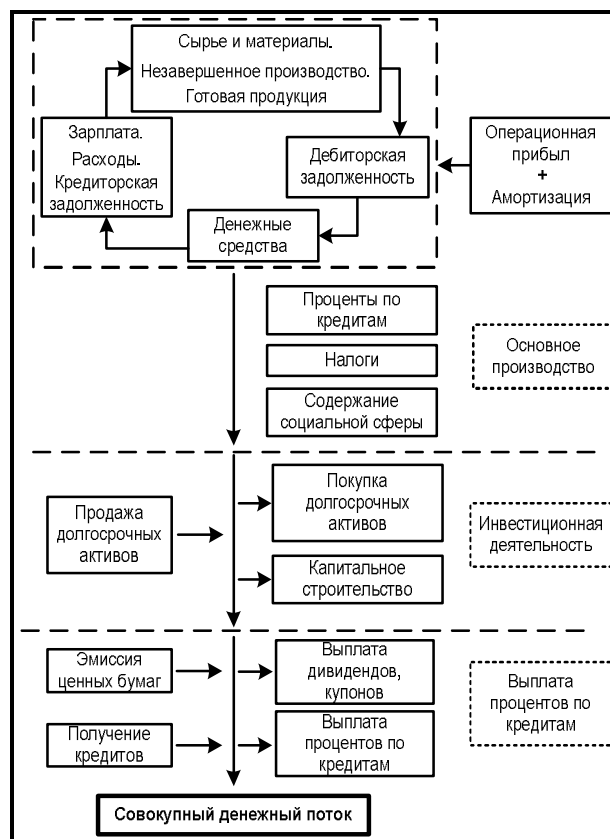


Рис. 1. Общая схема денежных потоков предприятия

Финансовое состояние предприятия, его устойчивость и стабильность зависят от результатов его производственной, инвестиционной и финансовой деятельности.

В условиях повышения роли финансовых методов управления, объективной необходимости возрастания роли стратегического менеджмента на первый план выходит финансовая деятельность предприятия, которая сводится к обеспечению роста предприятия, увеличению его капитализации.

Основными элементами финансового механизма, характеризующими финансовые отношения устойчивого функционирования предприятий малого бизнеса, являются:

- привлечение финансирования;
- налогообложение;
- лизинг;
- франчайзинг;
- доступ малого предпринимательства (МП) к внебюджетным фондовым ресурсам;
- компенсация финансовых рисков;
- создание специализированных банков и расчетно-кассового центра.

Предприятия, относящиеся к категории малого предпринимательства, да и в целом российский малый бизнес продолжают испытывать серьезные трудности, среди которых особо выделяются:

- отсутствие стратегии развития малых форм хозяйствования, организационно-экономического механизма регулирования процесса развития малого предпринимательства;
- несовершенство законодательной базы, регулирующей деятельность малых предприятий;
- отсутствие развитой системы поддержки малого бизнеса на всех уровнях; недостаточность собственных финансовых средств и чрезвычайная усложненность порядка получения кредитов; высокое бремя налогов и неплатежей и др.

Несмотря на то, что большинство владельцев малых предприятий оценивают государственную поддержку мелкому производству на современном этапе как декларативную, не обеспеченную реальными обязательствами, следует, тем не менее, сказать о том, что государственные органы начинают системную деятельность по уменьшению негативного воздействия перечисленных факторов на малый бизнес. Новое законодательство по малому и среднему предпринимательству учитывает эти трудности. Так, ст. 6 ФЗ от 24 июля 2007 г. №209-ФЗ раскрывает цели и принципы политики российского государства в сфере развития малого и среднего бизнеса в стране. В рамках этой политики предусмотрен комплекс мер – правовых, политических, экономических, социальных, информационных, консультационных, образовательных и организационных, направленных на успешную реализацию государственных целей и принципов поддержки и развития малого и среднего предпринимательства, установленных законом. В нем предусмотрены налоговые льготы в виде специальных налоговых режимов, упрощенные правила ведения налогового и бухгалтерского учета и составления бухгалтерской, статистической и налоговой отчетности, финансовая и информационная поддержка. Условия и порядок оказания поддержки устанавливаются федеральными, региональными и муниципальными программами.

При анализе состояния и развития российского малого бизнеса оказывается, что региональный аспект имеет исключительно важное значение в связи с огромными масштабами страны и многообразием местных условий. Наиболее заметно малый бизнес может продемонстри-

ровать свои возможности именно на местных рынках, выступив в качестве средства решения очень значимых и важных для региона проблем:

- более эффективное, полное использование и распределение материальных, кадровых, организационных и технических ресурсов;
- увеличение производительности труда;
- активизация местного предпринимательства и развитие конкуренции;
- увеличение интенсивности производственных и коммерческих связей;
- вытеснение неэффективных производств и организаций;
- диверсификация местной экономики;
- развитие мелкокомасштабных рынков;
- приближение товаров и услуг к потребителю;
- выравнивание условий жизни;
- повышение конкурентоспособности локальной экономики.

Следует отметить, что в процессе формирования и развития малого предпринимательства одно из важных мест принадлежит как кредитным организациям, так и российской банковской системе. Доступность кредитных ресурсов, их правильное использование должны составлять значительную долю в оборотных и инвестиционных средствах предприятий малого бизнеса.

Анализ банковской статистики показывает, что кредитование малых предприятий осуществляется в незначительных размерах и в основном специализированными банками, в то время как основная масса банков в этом процессе практически не принимает участия. Это обусловлено во многом трудоемкостью технологического процесса кредитования, а следовательно, и высокой его себестоимостью. Анализ и оценка финансового состояния малого предприятия, оформление кредита и залога, последующий финансовый мониторинг заемщика по трудоемкости и затратам такой же как и остальных заемщиков – юридических лиц, в то время как доходность (рентабельность на единицу затрат) в десятки (и даже сотни) раз ниже. Поэтому кредитование малых предприятий для многих (подавляющей части) банков носит скорее разовый (исключительный) характер.

Если рассмотреть цели кредитования в укрупненном разрезе – пополнение оборотных средств (или другими словами – поддержание текущей хозяйственной деятельности) и развитие малого предпринимательства (приобретение техники, технологий, зданий, сооружений и т.п.), то здесь преобладает первое направление.

Эта тенденция обусловлена простотой оформления кредита и залога, а следовательно, и более низкими затратами. Однако данная ситуация усложняет процесс развития малых предприятий, особенно промышленных. В более льготном режиме оказываются посреднические и торговые предприятия, которые по своей природе являются менее капиталоемкими.

Подавляющая часть банковских кредитов (57-91%) приходится на торговые малые предприятия, второе место по этому показателю занимают малые предприятия промышленности (до 36%) и строительства, далее – малые структуры транспорта (до 3,5%). Последнее место занимают малые структуры научной сферы (от 0% до 1%). Прорывные отрасли (наука и промышленность) продолжают испытывать дефицит финансов (в том числе и кредитных средств).

В ходе исследований финансового состояния малых промышленных предприятий Российской Федерации, источников их финансирования, в том числе кредитования, доказано:

- кредитование малых предприятий для подавляющей части банков носит исключительный характер, несмотря на декларации приоритетности малого предпринимательства, и в первую очередь промышленного;
- кредитование малых предприятий идет на общих основаниях;
- кредиты могут предоставляться на финансирование операций лизинга;
- более льготные условия кредитования подавляющая часть крупных и средних банков предоставляют крупным предприятиям в связи с более низкой трудоемкостью процесса, а следовательно, более высокой прибыльностью операций;
- региональные коммерческие банки активнее кредитуют малое предпринимательство по сравнению с московскими банками.

Следует отметить, что существующая нормативно-правовая база кредитования малого промышленного предпринимательства тормозит развитие малого предпринимательства, делает недоступным для него кредиты как источник (во всем мире основной) финансирования. Кроме того, высокие процентные ставки по кредиту, малый срок предоставления кредита (не более одного года) ограничивают использование этого инструмента российскими компаниями. Банковские кредиты являются в основном источником не крупных заимствований. Обычно на текущие расходы, обновление производственных мощностей, финансирование оборотного капитала. Кредиты не могут использоваться для финансирования долгосрочных потребностей российских предприятий. Большие заимствования, используя банковские кредиты, нецелесообразны в связи с дороговизной этого инструмента.

Другим минусом кредита, особенно при его значительных объемах, является его целевая направленность. Как правило, банки предоставляют кредиты на определенные цели и жестко следят за их использованием. К тому же это афиширует планы компании, что может негативно сказаться на их реализации.

Это привело к тому, что малый бизнес начал обращаться к альтернативным источникам финансирования своей деятельности, тем более что российский рынок ценных бумаг предоставляет такие возможности для широкого круга компаний.

В 2006-2007 гг. стало очевидным существенное изменение роли финансового рынка в российской экономике. Это подтверждается международным показателем соотношения капитализации рынка ценных бумаг и объемов валового внутреннего продукта. Он отражает движение материального богатства государства в стоимости финансовых активов и свидетельствует об уровне развития рыночных принципов функционирования экономики, так как рост масштабов финансового рынка по отношению к «реальной экономике» косвенно связан с укреплением механизмов формирования справедливых рыночных цен на составляющие национального богатства.

Российский фондовый рынок привлекает предпринимателей и инвесторов прежде всего высоким уровнем ликвидности, надежности, а также высокой технологичностью своих инфраструктурных элементов – фондовых бирж, расчетно-депозитарных систем.

В процессе развития бизнеса перед каждой компанией, как правило, встает вопрос о привлечении финансирования для обеспечения своего экономического роста. В настоящее время все большую популярность приобретает использование рынков альтернативных инвестиций для привлечения финансирования компаниями, то есть использование в этих целях механизмов фондового рынка.

Биржевые механизмы позволяют использовать новые для компаний способы привлечения инвестиций, такие как:

- эмиссия долговых инструментов (рублевые облигации, еврооблигации и производные продукты, облигации с ипотечным покрытием);
- привлечение стратегического инвестора (в т.ч. средства фондов прямых инвестиций (private equity funds), а также венчурных фондов);
- публичное размещение акций (IPO);
- расширение базы инвесторов и т.д.;

Реализация тех или иных возможностей привлечения компаний финансированием зависит от следующих факторов.

1. Возможностей, предоставляемых законодательством, и государственной политики в отношении развития бизнеса.
2. Стадии развития компании.
3. Размеров компании.

Согласно Стратегии развития финансового рынка на 2006-2008 гг. (утв. распоряжением Правительства РФ от 1 июня 2006 г. №793-р) финансовый рынок в результате реализации мероприятий, предусмотренных настоящей Стратегией, претерпит качественные изменения.

Существенно расширяется ассортимент инструментов финансового рынка и услуг, предоставляемых финансовыми организациями гражданам и нефинансовым предприятиям. Плановая работа регулирующих органов над созданием благоприятных макроэкономических и политических условий, диверсификация российской экономики, а также существенный потенциал ее роста создают необходимые предпосылки для развития рынка корпоративных финансов в РФ.

Следует также упомянуть о создании на крупнейших российских биржах ММВБ и РТС сегментов, обеспечивающих выход на рынок различных по масштабам и видам деятельности эмитентов. Эти сегменты носят также название альтернативные рынки. Сектор ИРК на ММВБ и RTS START позволяют обеспечить выход на биржу компаний малой и средней капитализации.

По правилам бирж, одним из основных критериев при допуске подобных компаний к торгам на этих площадках является инновационный характер их бизнеса. Приоритет получают компании, осуществляющие хозяйственную деятельность в передовых, высокотехнологических областях: в сфере телекоммуникаций, в производстве программного обеспечения, интернет- и биотехнологий, научно-исследовательских и конструкторских разработки (НИОКР), а также в отраслях, связанных с реализацией национальных проектов.

Кроме того, важна динамика и перспективы роста эмитента – кандидата в сектор ИРК или на RTS START, поэтому приоритет получают компании, темп роста выручки которых составляет не менее 20% по итогам финансового года, предшествующего году включения их бумаг в эти сектора, причем по решению дирекции фондовой биржи этот критерий может быть снижен.

Альтернативные рынки созданы прежде всего для обеспечения возможностей использования биржевых механизмов малым и средним бизнесом.

Критериями отбора компаний, осуществляющими свою деятельность на данных биржевых площадках, является капитализация: от 3,7 млн. до 190 млн. долл. США.

Дополнительные требования (необязательные):

- отрасль:
  - телекоммуникации;
  - интернет-бизнес;
  - разработка и инсталляция программного обеспечения;
  - разработка и производство полупроводниковых устройств;
  - биотехнологии;
  - НИОКР;
  - наукоемкое производство продукции в отрасли машиностроения и транспорта;
  - отрасли, связанные с реализацией национальных проектов.
- Рост объема продаж более 20% в сравнении с предыдущим годом.

В ИРК могут быть допущены:

- акции;
- корпоративные облигации;
- паи ПИФов.

Механизмы защиты прав инвесторов:

- дополнительное раскрытие информации эмитентами: инвестиционный меморандум и календарь корпоративных событий;
- листинговые агенты.

Механизмы поддержания ликвидности:

- институт маркет-мейкеров;
- институт специалистов.

По нашему мнению, интересным в научном плане представляется требование бирж по критерию капитализации компаний. Научный взгляд на анализ проблем сектора малого и среднего предпринимательства осложняется в связи с различиями в официальных определениях малых предприятий и используемой терминологией. Многие авторы в научных исследованиях дают более или менее произвольные определения, исходя из численности рабочей силы или размеров вложенного капитала, нередко в целях регулирования этого сектора, или подготовки статистики, или же для обоснования предоставления государственной помощи.

Проблема возникает при попытках экономического обоснования установления верхнего предела по отношению организации к малому предприятию:

- финансисты говорят о верхних уровнях основных фондов в их чистом виде или с прибавочной стоимостью;
- законодательство указывает на общее число работающих [1];
- производители предпочитают исходить из максимального количества энергии, необходимой для производства, и т.п.

В настоящее время в экономической статистике нашей страны размерность предприятий принято определять тремя основными признаками:

- численностью производственного персонала;
- объемом валовой продукции и величиной производственных фондов.

С 1 января 2010 г. вступает в силу ч. 2 ст. 4 Федерального закона №209-ФЗ. В соответствии с этой нормой предельные значения выручки, а также балансовой стоимости активов будут устанавливаться один раз в пять лет с учетом данных сплошных статистических наблюдений. Поэтому в настоящее время для организаций, привлекающих финансирование на фондовом рынке, требования бирж по капитализации являются определяющими.

Альтернативные рынки для средних и малых компаний очень распространены в мире. По данным Интерфакс они существуют в 22 странах на 27 биржах в виде 36 специализированных площадок. На этих рынках альтернативных инвестиций обращаются акции более 7 тыс. компаний.

Средние и малые компании, как правило, выбирают местные биржи.

До 2005 г. только 4% из числа средних и малых компаний предпочли листинг в другой стране.

В настоящее время, по данным Интерфакс, наблюдается тенденция интернационализации рынка: после 2005 г. уже 13% компаний, получивших листинг, были иностранными.

Особенностями альтернативных рынков является:

- упрощенное регулирование и требования к раскрытию информации;
- наличие маркет-мейкеров и листинговых агентов для обеспечения ликвидности и достоверности информации;
- сравнительно низкие издержки выхода на рынок;
- сравнительно большие размеры free float.

Однако необходимо отметить также те трудности, которые ожидают эмитентов, привлекающих финансирование на альтернативных рынках:

- низкая ликвидность акций;
- малое число инвесторов в каждой компании;
- проблемы с достоверностью раскрываемых данных по субъективным и объективным причинам;
- риски инсайдерской торговли;
- сложности с идентификацией владельцев акций.

Как было указано выше, выбор инструмента финансирования компании во многом определяется стадией развития компании, которая предопределяет профиль риска, связанный с инвестициями в обязательства компании.

Когда речь идет о стадиях развития предприятия, необходимо принимать во внимание следующее: на ранних этапах развития компании преимущественно используют собственный капитал или средства специализированных инвесторов, ориентированных на значительную доходность в обмен на принимаемый высокий риск. Такими инвесторами могут явиться венчурные фонды и фонды прямых инвестиций, тем более что законодательство по малому и среднему предпринимательству предусматривает подобную возможность [1, ст. 22, п. 2].

По данным ИК Антанта Капитал, венчурные фонды позволяют реализовать следующие возможности для молодых компаний, находящихся на ранних этапах роста (рис. 2).

1. Венчурные фонды	
Отрасль	По специализации
Требуемая доходность	Более 40%
Срок инвестирования	3-7 лет
Паке	25%+1 – >50%+1
Объем инвестиций	USD 50 тыс. – USD 5 млн.
2. Фонды прямых инвестиций	
Отрасль	По специализации
Требуемая доходность	30-40%
Срок инвестирования	3-5 лет
Пакет	25%+1
Объем инвестиций	USD 5 млн. – USD 30 млн.

Рис. 2. Возможности для молодых компаний, находящихся на ранних этапах роста

Эти возможности вполне согласуются с существующим законодательством [1, ст. 4, п. 2], а кроме того, позволяя при небольших по меркам фондового рынка объемах инвестиций добиться требуемой для быстрого роста компании доходности. Более того, участие венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в деятельности компании позволяет компании получить следующие дополнительные преимущества:

- привлечение финансирования для развития бизнеса;
- помощь в эффективном структурировании бизнеса;
- формирование корпоративного управления (corporate governance);
- обеспечение более легкого доступа к заемным средствам;
- положительное восприятие участия венчурного фонда или фонда прямых инвестиций при последующем частном (private placement) или публичном размещении (IPO);
- участие фонда в вопросах привлечения финансирования.

Компаниям, находящимся на стадии роста, доступен более широкий спектр инструментов, в том числе финансирование посредством выхода на рынки капитала.

В условиях, когда стоимость компании еще не достигла оптимального уровня, целесообразным является привлечение публичного долга, что позволяет увеличить отдачу на акционерный капитал и повысить стоимость бизнеса без размывания долей акционеров. Кроме того, работа государственных органов над повышением уровня прозрачности российских компаний стимулирует предприятия становиться более открытыми.

Существует также еще ряд факторов, которые влияют на активность привлечения компаниями финансовых средств на фондовом рынке:

- желание привлечь «длинные» и «дешевые» финансовые ресурсы;
- быстрый рост капитализации российских компаний привел к пониманию собственниками компаний того, что можно зарабатывать на росте капитализации предприятий;
- благоприятная экономическая ситуация в стране привела к росту доходов, что, в свою очередь, способствует притоку финансовых ресурсов на фондовый рынок как со стороны институциональных, так и частных инвесторов;
- планомерная работа регулирующих органов над повышением уровня защиты прав миноритарных акционеров делает инвестиции в фондовый рынок все более надежными.

Таким образом, говоря о финансовых инструментах привлечения инвестиций компаниями на стадии роста, следует отметить следующие возможные источники финансирования на фондовом рынке:

- вексельные займы;
- облигационные займы;
- еврооблигационные займы
- публичное размещение акций (IPO);
- депозитарные расписки (ADR или GDR);
- средства стратегических инвесторов;
- синдицированные кредиты западных и российских банков;
- секьюритизация активов;
- продажа недвижимости с последующей ее арендой.

Синдицированные кредиты западных и российских банков практически недоступны малому бизнесу, поскольку синдицированный кредит – это кредит, выданный компании пулом банков на рыночных условиях. К основным преимуществам синдицированного кредита относится возможность привлечения значительных средств.

Поэтому для компаний малой и средней капитализации имеет смысл рассмотреть использование таких биржевых механизмов, как эмиссия облигаций и IPO.

Существует большое разнообразие облигаций в зависимости от условий их выпуска, размещения, обращения, выплаты дохода и погашения. Например, облигации мо-

гут быть средне- и долгосрочными, конвертируемыми или неконвертируемыми, с фиксированным или переменным купоном. По дисконтным облигациям процент не устанавливается вообще, а доход образуется за счет разницы между ценой погашения и ценой приобретения.

Однако следует отметить, что облигационные займы в российских условиях достаточно часто сопровождаются требованием оферты, что затрудняет их использование для финансирования капиталоемких проектов. Кроме того, выпуск облигаций нуждается в регистрации, что требует временных затрат (вся подготовка облигационного займа занимает 4-6 месяцев), а также предусматривает обеспечение необходимого потока платежей по купонным выплатам, что в случае долгосрочного проекта может стать обременительным.

Тем не менее, несмотря на перечисленные недостатки, облигационные займы имеют существенные преимущества перед банковским кредитом. Эти преимущества заключаются в следующем:

- распределение долга среди множества инвесторов снижает зависимость эмитента от каждого кредитора в отдельности;
- реализуется возможность эффективно управлять финансовыми потоками, путем размещения облигаций траншами, а также возможность управлять стоимостью заимствований и временной структурой выплат по долгу, осуществляя выкуп и дополнительное размещение обращающихся облигаций;
- выпуск облигаций, как правило, не требует залога;
- осуществляя выпуск облигаций и своевременное их погашение, эмитент формирует свою положительную публичную кредитную историю на фондовом рынке, что дает ему возможность снижать стоимость дальнейших заимствований;
- объем обязательств эмитента перед отдельным кредитором незначителен. Соответственно, инвестор несет меньший риск и готов приобрести облигации с меньшей доходностью (на 1-2% ниже вексельных займов);
- обеспечивается ликвидность займа, т.е. возможность инвестора быстро реализовать облигации на вторичном рынке в любой момент. Это приводит к росту доверия инвесторов и, как правило, росту котировок (снижение процентной ставки по купонам);
- осуществляется возможность получать значительные средства на более длительный срок (от года до пяти лет);
- требование биржи по обязательному раскрытию информации положительно сказывается на имидже компании.

Согласно экономической теории, облигации относятся к долговым инструментам привлечения инвестиций. С точки зрения финансовой устойчивости предприятия в дополнение к перечисленным преимуществам долговых инструментов как способа привлечения инвестиций можно отнести также и то, что:

- руководство компании сохраняет полный контроль над компанией;
- выплаты процентов по заемным средствам, как правило, относятся на себестоимость;
- сроки и условия обязательств известны заранее;
- кредитор не участвует в распределении прибыли предприятия.

Кроме использования долговых инструментов, на фондовом рынке существует механизм долевого финансирования, он заключается в том, что компании имеют возможность привлекать денежные средства путем выпуска акций.

Эмиссия акций и вовлечение их в активные фондовые операции имеют большое значение для предприятий малого и среднего бизнеса, потому что это по сути бессрочное и беспроцентное финансирование предприятия.

Таблица 1

## СПИСОК ИНСТРУМЕНТОВ РТС СТАРТ

№	Код Биржевого рынка	ISIN	Наименование инструмента, тип	Тип	Станд. лот, шт.	Номинал	Валюта номинала	Количество, шт.
1	KMTZG	RU000A0HF1L0	ОАО «Косогорский металлургический завод», АО	Акция обыкн.	1	1	RUR	17 670 339
2	KOMMG	-	ОАО «БФ «Коммунар», АО	Акция обыкн.	1	0,125	RUR	330 992
3	NFAZG	RU0009115604	ОАО «Нефтекамский автозавод», АО	Акция обыкн.	1	1	RUR	8 038 896
4	SGMAG	RU000A0J4T01	ОАО «СигМА», АО	Акция обыкн.	1	1	RUR	16 140 825

Однако при продаже акций на бирже существует опасность поглощения компании. Поэтому объем эмиссии не может быть большим, а кроме того, для соблюдения требований законодательства по численности малого предприятия размещение должно производиться путем закрытой подписки.

Включение акций в котировальные списки бирж осуществляется на основании соответствия акций и их эмитента требованиям, предъявляемым для включения акций в соответствующий котировальный список. Для предприятий малого бизнеса возможно включение только в котировальный список И, так как требования бирж к котировальным спискам А1, А2, Б и В являются невыполнимыми по таким позициям, как капитализация, минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних трех месяцев, минимальный срок существования эмитента, отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех и т.п.

В табл. 1 приведены данные по объему эмиссии и стоимости акций компаний, торгуемых на площадке РТС СТАРТ [5] и составляющих список инструментов этой площадки.

Таблица иллюстрирует, что объемы размещений вполне соответствуют потребностям и возможностям предприятий малой и средней капитализации.

Следует отметить, что привлечение инвестиций с помощью эмиссии акций – это сложный процесс, имеющий различные формы. Одна из форм этого процесса называется первичное публичное размещение (IPO). Размещение является первичным, потому что акции размещаются на первичном рынке. Публичное – значит, что ценные бумаги размещаются на фондовой бирже, где их может купить широкий круг инвесторов.

В широком понимании IPO (initial public offering) – первичное публичное размещение – это процесс по привлечению инвестиций путем выпуска акций и размещения их на фондовой бирже. В процессе проведения IPO инвесторам могут быть предложены акции дополнительного или основного выпуска.

Первичное публичное размещение акций компании используют для привлечения долгосрочных инвестиций. Как уже отмечалось выше, для реализации долгосрочных проектов российские компании чаще прибегают к облигационному заимствованию. Однако во многих случаях выпуск акций является наиболее приемлемой формой привлечения инвестиций, потому что IPO позволяет привлечь на почти безвозвратной основе крупные объемы финансовых ресурсов, которые в перспективе могут быть использованы для развития бизнеса.

В последнее время в результате образования на биржах секторов, приспособленных для обслуживания компаний малой и средней капитализации, этот механизм стал доступен и малому бизнесу. Наиболее за-

метным событием 2007 г. стало проведение на двух московских площадках IPO ОАО «АРМАДА» и фонда «Финам-Информационные технологии». Результаты этих размещений приводятся на официальных сайтах этих бирж (табл. 2).

Таблица 2

## РЕЗУЛЬТАТЫ РАЗМЕЩЕНИЙ НА ОФИЦИАЛЬНЫХ САЙТАХ БИРЖ

Показатель	АРМАДА	ПИФ венчурных инвестиций ФИНАМ-ИТ
Дата	31 июля 2007 г.	14 июня 2007 г.
Эмитент	ОАО «Армада»	Венчурный ПИФ ФИНАМ
Объем сделки	30 млн. долл.	20 млн. долл.
Инвестиционный банк	Атон	ФИНАМ
Листинговый агент	Русский инвестиционный клуб	ФИНАМ
Место размещения	ИРК ФБ ММВБ, котировальный список «И»	ИРК ФБ ММВБ, котировальный список «Б»
Способ размещения	Биржевое IPO по единой цене	Биржевой аукцион по единой цене
Итоги	Размещено 100% эмиссии за 1 день, спрос превысил предложение в 9,5 раза, количество сделок – 8, количество инвесторов – 7	Размещено 100% эмиссии за 1 день, количество сделок – 139, количество инвесторов – 135
Объем сделок на вторичном рынке за август 2007 г.	13,1 млн. руб.	25 млн. руб.

Анализ приведенных данных позволяет говорить о том, что компаниям удалось существенно повысить свою капитализацию (на 30 и 20 млн. долл. соответственно), причем необходимо отметить, что сумма привлеченных средств через котировальный список «И» существенно меньше, чем допускается биржей для котировальных списков А1, А2 и Б, что является очень важным моментом для небольших компаний. Кроме того, эти предприятия получили справедливую рыночную оценку своих бумаг, о чем свидетельствует объем сделок на вторичном рынке.

Размещение акций через IPO как один из способов привлечения инвестиций имеет свои достоинства и недостатки по сравнению с эмиссией облигаций, и каждая компания принимает решение самостоятельно. В табл. 3 мы даем сравнительную характеристику этих методов привлечения финансирования с учетом требований сегментов рынка ценных бумаг для компаний малой и средней капитализации российских фондовых бирж.

Первые размещения в секторах ИРК на ММВБ и РТС СТАРТ на РТС широко обсуждались в прессе и явились несомненным достижением российского фондо-

вого рынка. Однако необходимо отметить тот факт, что предложение акций широкому кругу инвесторов через биржевые механизмы ведет к нарушению п. 2, ст. 4 [1], т.е. превышает предельные значения средней численности работников для субъектов малого и среднего предпринимательства. В связи с этим привлечение финансирования на рынке ценных бумаг через механизм IPO является спорным для малого бизнеса.

Таблица 3

**ДОСТОИНСТВА И НЕДОСТАТКИ ПРОВЕДЕНИЯ IPO И РАЗМЕЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ**

Знак	Проведение IPO	Размещение облигаций
«+»	Привлечение долгосрочных финансовых ресурсов (на срок существования общества); отсутствие необходимости возврата привлеченных финансовых средств; увеличение уставного капитала, возможность увеличить долговое финансирование общества в будущем; справедливая рыночная оценка общества; повышение капитализации и ликвидность активов общества; улучшение имиджа, повышение узнаваемости бренда общества; оценка инвесторами компании во всех аспектах	Привлечение финансовых ресурсов (на срок 2-7 лет); кредиторы не получают права собственности; размещение облигаций – «серийный продукт», а IPO – «штучный»; облегчение доступа к банковским кредитам; возможность привлечения средств при различных организационно-правовых формах
«-»	Право голоса на общем собрании акционеров общества. «размывание» долей акционеров; право на получение дивидендов. Право на получение части имущества общества в случае его ликвидации; ограничения и привязка выпущенных облигаций к размеру УК или обеспечению; необходимость считаться с мнением инвестиционного сообщества, прогнозирование принимаемых решений на курсовую стоимость акций; обязательства по систематическому раскрытию информации. Публикация информации, ранее считавшейся конфиденциальной; проведение IPO возможно только для ОАО	В большинстве случаев, заимствования предусматривают оферты с периодичностью 1 раз в 0,5-1,5 года; компания обязана выплачивать номинальную стоимость и проценты; ограничения и привязка выпущенных облигаций к размеру УК или обеспечению; обязательства по систематическому раскрытию информации; инвесторы, прежде всего оценивают кредитную историю и надежность заемщика.

Анализируя применение инструментов фондового рынка компаниями малой и средней капитализации, следует особо отметить тот факт, что использование публичных долговых инструментов позволяет компании формировать положительную публичную кредитную историю, которая позволит ей в дальнейшем решать вопросы снижения стоимости и увеличения срока заимствований, развития бизнеса, а также защиты бизнеса от недружественных поглощений.

Основным позитивным результатом выхода на фондовый рынок является то, что компания становится прозрачной, финансовая информация о ней доступна, так как осуществление деятельности на бирже предусматривают строгие правила раскрытия информации о деятельности эмитента, способной повлиять на цену

ценной бумаги. Кроме того, соблюдение эмитентом требований по раскрытию информации о ценных бумагах, включенных в котировальные списки, значительно повышает надежность инвестиций для всех категорий инвесторов, ведет к улучшению имиджа компании и повышению ликвидности ценных бумаг.

**Литература**

1. Федеральный закон «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» от 29 июля 2007 г. №209-ФЗ.
2. Федеральный закон «Об акционерных обществах».
3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг».
4. «Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (в редакции приказа Федеральной службы финансовых рынков РФ от 2 ноября 2006 г. №06-126/пз-н).
5. Новый закон о развитии малого и среднего предпринимательства в России / Ю.А. Петрова. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2008. – 160 с. – (Актуальные комментарии).
6. Зверев В.А. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг. Практическое пособие для инвестора. – М.: Интер-Крим-пресс, 2007. – 240 с.
7. www.interfax.ru.
8. www.antanta-capital.com.
9. www.rts.ru.
10. www.micex.ru.
11. www.fcsm.ru.

*Куликова Елена Ивановна*

**РЕЦЕНЗИЯ**

Рецензируемая статья освещает очень важные вопросы развития российского малого предпринимательства. В настоящее время наметилась положительная тенденция использования российскими компаниями возможностей привлечения инвестиций, которые предоставляет им рынок ценных бумаг. В этих условиях анализ механизмов и способов привлечения финансирования российскими компаниями малой и средней капитализации на рынке ценных бумаг свидетельствуют об актуальности рассматриваемых проблем.

Следует отметить достаточно интересное освещение автором вопроса о новых для нашего рынка возможностях, которые позволяют осуществлять заимствования на фондовом рынке тем компаниям, которые раньше не имели такой возможности в силу специфики своего бизнеса, а также выделение новых для нашего рынка сегментов, таких как сектор инновационных и растущих компаний. Кроме того, автор анализирует примеры размещения акций компаний малого бизнеса и анализирует результаты этих размещений.

На наш взгляд наиболее важными выводами статьи можно считать такие положения статьи, как влияние стадии развития компании на ее возможности финансирования, выбор инструментов финансирования на альтернативных рынках.

В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость предлагаемого автором статьи анализа состояния и возможностей российского фондового рынка.

Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.  
*Ишина И.В., д.э.н., профессор, зав. кафедрой «Финансы и кредит»  
 Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ*

## 10.6. UTILIZATION THE MECHANISMS OF STOCK MARKETS FOR SMALL-SCALE AND MIDDLE ENTERPRISES FINANCING

E.I. Kulikova, Candidate of Science (Economic),  
Docent VGNA

The small-scale enterprises in Russia experience next difficulty, they are: absence of development strategy of small-scale management, imperfection of legislative base which regulates activity of small-scale enterprises; absence of full-fledged support system for small-scale enterprises on all levels and insufficiency of financial resources.

A long time small-scale enterprises in Russia have not examined stock market as a financial resources of it's development.

In this article there were analyzed those financial potentialities, which equity market can provide to enterprises. In the article were considered methods of financial assets attraction with the aid of securities issuance as the alternative source of business and small-scale enterprises crediting.

### Literature

1. Federal statute «On small-scale and middle enterprises development in Russian Federation», July 29, 2007, №209 – FS
2. Federal statute «On equity market»
3. Federal statute «On joint-stock companies»
4. «Official standing on activity by trade organization on equity market» (by version of FSFR RF order from 02.11.2006 №06-126/pz-n).
5. New statute on development of small-scale and middle business undertakings in Russia / J.A. Petrova – M.:GrossMedia: «РОСБУХ», 2008. – 160p. – (Relevant comments).
6. V.A. Zverev. Financial instruments of equity market. Practice book for investor: – M.: InterKrim-press, 2007. – 240 p.
7. [www.interfax.ru](http://www.interfax.ru)
8. [www.antanta-capital.com](http://www.antanta-capital.com)
9. [www.rts.ru](http://www.rts.ru)
10. [www.micex.ru](http://www.micex.ru)
11. [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru)