

## 8.4. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ВЫХОДА КОМПАНИЙ НА IPO

Ованесова Ю.С., аспирант кафедры  
фондового рынка и рынка инвестиций

*Национальный исследовательский университет  
Высшая школа экономики*

Данная статья посвящена анализу нового аспекта: стадии жизненного цикла организаций, который позволяет оценить доходности акций, размещенных при IPO. Успешность IPO в данной статье анализируется с помощью доходностей, полученных от размещенных на IPO акций с учетом индекса RTS на разных периодах.

Если рассмотреть границы заявленного диапазона при размещении, то можно сделать вывод, что 57,2% российских компаний, которые провели IPO на последних стадиях роста, разместились ближе к верхней границе диапазона, тем самым смогли привлечь больший капитал.

В росте стоимости акций заинтересованы как эмитенты, так и инвесторы, поэтому акционерам компаний крайне важно понимать, готова ли она к выходу на IPO. Кроме вырученных от продажи акций средств, публичный статус дает компании много других преимуществ:

- повышение деловой репутации и известность на рынке;
- компания приобретает рыночную стоимость, что является важным фактором для выхода на зарубежные рынки;
- появляется возможность привлекать кредиты, размещать облигации под более низкие проценты и т.д.

### ВВЕДЕНИЕ

Финансовый кризис, захлестнувший весь мир, обострил целый комплекс проблем, связанных с финансированием производственной и инвестиционной деятельности компаний. Во многих компаниях выявились слабые стороны, обусловленные несовершенной структурой капитала, неправильным выбором финансовых инструментов привлечения капитала, нерациональной политикой управления и распределения ресурсов. Во многом это обусловлено тем, что при выборе источников финансирования менеджеры не учитывают, на какой именно стадии жизненного цикла находится компания. Проблема обеспечения устойчивости компании решается выбором инструментов и технологий привлечения капитала, наиболее адекватно соответствующих этапу жизненного цикла компании.

В настоящее время российская экономика выходит на новый этап своего развития, предъявляя всем компаниям повышенные требования как к качеству управления, так и к разработке эффективной стратегии развития компании. Формирование корпоративного права, бурное развитие отраслей производства и торговли, обострение конкурентной борьбы, возможность притока иностранного капитала вынуждает российские компании искать новые источники привлечения финансовых ресурсов для развития бизнеса. Развитие интеграционных процессов, а также вступление Российской Федерации во Всемирную торговую организацию требуют построения качественно новой модели финансово-правовых отношений между всеми субъектами экономической деятельности, включая государство, регуляторы фондового и долгового рынков, инвестиционные сообщества, а также и сами компании.

Фактор цикличности следует учитывать при разработке финансовой политики организации, которая предназначена для определения целевых установок, условий и вариантов развития бизнес-процессов и инструментов реализации финансово-экономических решений на различных стадиях функционирования компании.

### СУЩЕСТВУЮЩИЕ МОДЕЛИ ОПИСАНИЯ ЖИЗНЕННЫХ ЦИКЛОВ ОРГАНИЗАЦИЙ

Существует, как минимум, десять моделей развития организаций, созданных в разное время. Все десять моделей появились в США в промежутке с 1967 по

1983 г. Каждая из моделей предлагает различные методы для классификации этапов и определения стадий жизненного цикла компаний. Понимание стадий жизненного цикла является одной из причин для принятия управленческих решений, связанных с изменением организационной структуры и усовершенствованием технологии управления.

В основном данные исследования ориентированы на анализ компаний с точки зрения стратегического менеджмента и уделяют недостаточно внимания финансовой стороне вопроса. Основной задачей авторов, занимающихся подобной проблематикой, является выявление этапов жизненного цикла компании и разработка адекватных методов управления.

В последние годы появились работы российских исследователей, посвященные вопросам финансирования компаний в зависимости от стадии жизненного цикла компании.

Так, М.В. Курановым представлены значения критериев динамики прибыли от продаж, коэффициента текущей ликвидности, коэффициента обеспеченности запасов источниками формирования, коэффициента автономии, доли собственных средств. По мнению автора, это позволяет идентифицировать как кризисное, неустойчивое состояние, так и нормальную и абсолютную устойчивость на всех стадиях развития компаний. Однако, требуется дальнейшее исследование значений количественных критериев по стадиям жизненного цикла организации [2, с. 3].

Соотношение потоков денежных средств не являются одинаковыми на всем жизненном цикле. Таким образом, существует возможность идентификации жизненного цикла компании по соотношению и динамике ее чистых денежных потоков. В работе Ивашковской И.В. и Янгель Д.О. были сделаны предпосылки для создания агрегированного показателя роста компании:  $Growth\ Business=f(\text{Market Share, Size operating building, Revenue, EVA etc})$  [5, с. 14].

Денежный поток является основным показателем состояния компании, характеризующим ее даже лучше, чем выручка и прибыль, так как при функционировании фирмы приходится работать не с прибылью, а с деньгами.

Независимо от конкретного профиля деятельности, любой компании в рыночной среде свойственны три типа потоков денежных средств.

Первый поток денежных средств генерируется основной деятельностью фирмы и возникает в операциях, непосредственно определяющих конкурентные характеристики компаний. Этот поток образует фундамент устойчивости компании, внутренний финансовый источник ее развития. Он образуется от получения выручки, авансов, уплаты по счетам поставщиков, краткосрочных кредитов, выплаты заработной платы, расчетов с бюджетом, выплаченных/полученных процентов по кредитам и займам.

Второй поток денежных средств образуется в результате инвестиционной деятельности и возникает в связи с периодической реструктуризацией долгосрочных активов компании, отражая ее приспособление к изменениям условий конкуренции, которые вынуждают продавать одни активы и покупать другие. Этот поток возникает от приобретения или реализации основных средств и нематериальных активов.

Третий поток формируется финансовой деятельностью и обеспечивает финансовую гибкость компании,

а точнее, скорость ее приспособления к меняющимся условиям бизнеса. Данный поток образуется от получения долгосрочных кредитов и займов, долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений, погашения задолженности по полученным ранее кредитам, выплаты дивидендов.

Различные источники финансирования соответствуют различным этапам развития компании. По мере роста фирмы меняются финансовые инструменты, которые она может использовать. По мере развития, предприятие зарабатывает репутацию, добивается увеличения прозрачности бизнеса, уделяет больше внимания клиентам.

Удачное проведение IPO возможно только для компаний, которые уже известны на рынке, а также обладают уже сложившейся структурой собственников. Грамотная стратегия использования публичного рынка дает компании неоспоримые преимущества, позволяя реализовывать крупные инвестиционные проекты, модернизировать производство, что в свою очередь позволит компании выйти на принципиально новый уровень развития. Капитализация имеет немаловажную роль при выходе на мировые рынки, позволяя не только оценивать игрока, но и привлекать крупные заемные средства. Использование IPO позволяет российским компаниям решать несколько стратегических задач:

- привлечение финансовых ресурсов;
- выход на иностранный рынок капитала;
- создание положительной репутации компании;
- реклама компании на внешнем и внутреннем рынках.

Оценивая перспективы IPO, компания должна определить, действительно ли она готова к публичному размещению акций.

Для анализа жизненного цикла были рассмотрены российские компании, которые уже провели IPO. В выборку вошли компании, имеющие только российский капитал:

- Вымпелком;
- МТС;
- ВБД;
- РБК;
- Аптечная сеть 36,6;
- Иркут;
- Концерн Калина;
- Мечел;
- Седьмой континент;
- Evraz Group;
- АФК «Система»;
- Лебедянский ОКЗ;
- НЛМК;
- Новатэк;
- Пава;
- Пятерочка;
- Северсталь-авто;
- Роснефть;
- СТС-медиа;
- Верофарм;
- Группа Разгуляй;
- Группа Черкизово;
- Распадская;
- Комстар-ОТС;
- Магнит;
- Система Галс;
- ТМК;
- ЧЦЗ;
- Северсталь;
- Белон;
- ВТБ;

- ММК;
- Полиметалл;
- Интегра;
- Нутриинвестхолдинг;
- ПИК;
- Сбербанк;
- Уралкалий;
- Синергия.

Для исследования денежных потоков компании использовалась консолидированная отчетность по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), которая публикуется на сайтах компаний.

Были выделены отдельно потоки денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности компании в разные годы существования компании. Были выделены четыре стадии жизненного цикла российских компаний. Первая стадия – зарождение компании, вторая стадия – стадия раннего роста, третья стадия – последняя стадия роста и четвертая стадия – стадия начала спада деятельности компании.

## ЭФФЕКТИВНОСТЬ IPO РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

В литературе существует несколько методов оценки успешности IPO.

Первый метод был описан Dean, Cohen (2001). Успешность IPO определяется общей суммой, полученной от IPO за вычетом суммы, уплаченной за услуги андеррайтеру.

Второй метод был предложен Welbourne и Andrews (1996). Оценивается премия цены, т.е. разность между ценой размещения и балансовой стоимостью акции делится на цену размещения.

Следующий метод представляет модифицированное вычисление  $Q$  Тобины, т.е. цена акции при размещении делится на ее балансовую стоимость.

Последний метод определения эффективности IPO – это рыночная стоимость фирмы после IPO. Рыночная стоимость может быть рассчитана по окончании первого дня торгов, первой недели, первого месяца. Рыночная стоимость фирмы – это индикатор восприятия инвесторами будущих доходов фирмы. Используя рыночную стоимость, следует предположить, что рынок капитала является эффективным и отражает всю важную информацию для того, чтобы оценить стоимость фирмы (Fama & Bliss, 1987), [7, с. 99].

Для определения эффективности IPO остановимся на последнем методе, то есть оценивается доходность акций российских компаний, полученная за первый день торгов, неделю, месяц, квартал и год с учетом доходности индекса RTS.

Дополнительно для оценки эффективности IPO были взяты более долгосрочные периоды: 3 месяца и год, так как многие андеррайтеры выполняют функции маркет-мейкера и поддерживают котировки акций на должном уровне в течение первых 20 дней.

В таблицах ниже представлены дневные, недельные, месячные, трехмесячные, годовые значения средних доходностей и их стандартные отклонения компаний, разместившихся на разных стадиях жизненного цикла.

На рис. 1 представлены зависимости средних доходностей и стадий жизненного цикла. Стадии расположены в зависимости от среднего квадратичного отклонения, т.е. левее имеют наименьшее отклонение, а правее – наибольшее.

Таблица 1

**ЗАВИСИМОСТЬ СРЕДНИХ ДОХОДНОСТЕЙ,  
СТАНДАРТНЫХ ОТКЛОНЕНИЙ В ЗАВИСИМОСТИ  
ОТ СТАДИЙ ЖЦО**

Временной период	Значения среднего и стандартного отклонения	Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
		Mean	0,08732	0,09249	0,03526
День	Var	0,12498	0,14584	0,10911	0,12086
	Mean	0,11158	0,08962	0,04827	-0,00915
Неделя	Var	0,16248	0,16349	0,15366	0,1523
	Mean	0,13243	0,16852	0,05869	-0,06072
Месяц	Var	0,27487	0,20488	0,29258	0,1324
	Mean	-0,00273	-0,05625	0,1118	0,32039
3 месяца	Var	0,09971	0,06033	0,41539	0,33664
	Mean	-0,12663	0,07609	0,05865	-0,01965
Год	Var	0,46541	0,32598	0,71828	0,16436

Как видно из рис. 1, положительное значение средней доходности на всех периодах наблюдается только у компаний, разместившихся на третьей стадии жизненного цикла. Несмотря на то, что средняя максимальная доходность наблюдается у компаний, разместившихся на первой и второй стадиях, на дневных, недельных и месячных периодах, но на более долгосрочных периодах такие компании показывают посредственные результаты. Эти данные говорят о том, что инвесторы готовы вкладывать свои деньги в молодые и амбициозные компании, которые в то же время несут за собой большие риски. Плюсами молодых компаний является то, что они еще не зациклены на оптимизации своих расходов и не сильно забюрократизированы. Такие компании, как правило, обладают энтузиазмом и направлены на результат, чем и привлекают инвесторов. Но, в тоже время, учитывая российскую особенность, когда хочется взяться за все и сразу, при этом, не оценив все риски, и не просчитав развитие бизнеса, можно сказать, что многие молодые компании сдают свои позиции уже на первых годах своего развития. Так, например, многие молодые компании могут утонуть в долгах, так как производимый продукт либо услуга еще не закрепились на рынке и как следствие, поток денежных средств от операционной деятельности нестабилен. Уже через год инвесторы не решаются вкладывать свои деньги в акции молодых компаний, так как средние доходности этих компания отрицательные.

Средняя доходность компаний, разместившихся на четвертой стадии на коротких периодах, находится в отрицательной области, что говорит о том, что инвесторы не готовы вкладываться в компании, у которых поток денежных средств от операционной деятельности снижается. Это позволяет характеризовать компанию как нестабильную в условиях рынка. Доходность на трехмесячном периоде имеет максимальное значение, причиной чего, возможно, является влияние андеррайтеров, которые стараются поддерживать котировки акций на положительном уровне. На годовом периоде доходность акций компаний, разместившихся на четвертой стадии, опять уходит в отрицательную область, по той же причине, что и на коротких периодах. В долгосрочном периоде инвесторы уже отчетливо представляют себе финансовое состояние компании, которая на последней стадии роста не смогла вовремя «реанимировать» себя, приняв ряд необходимых мер, таких как выход на IPO, слияние с другой компанией или создание новых инновационных продуктов.

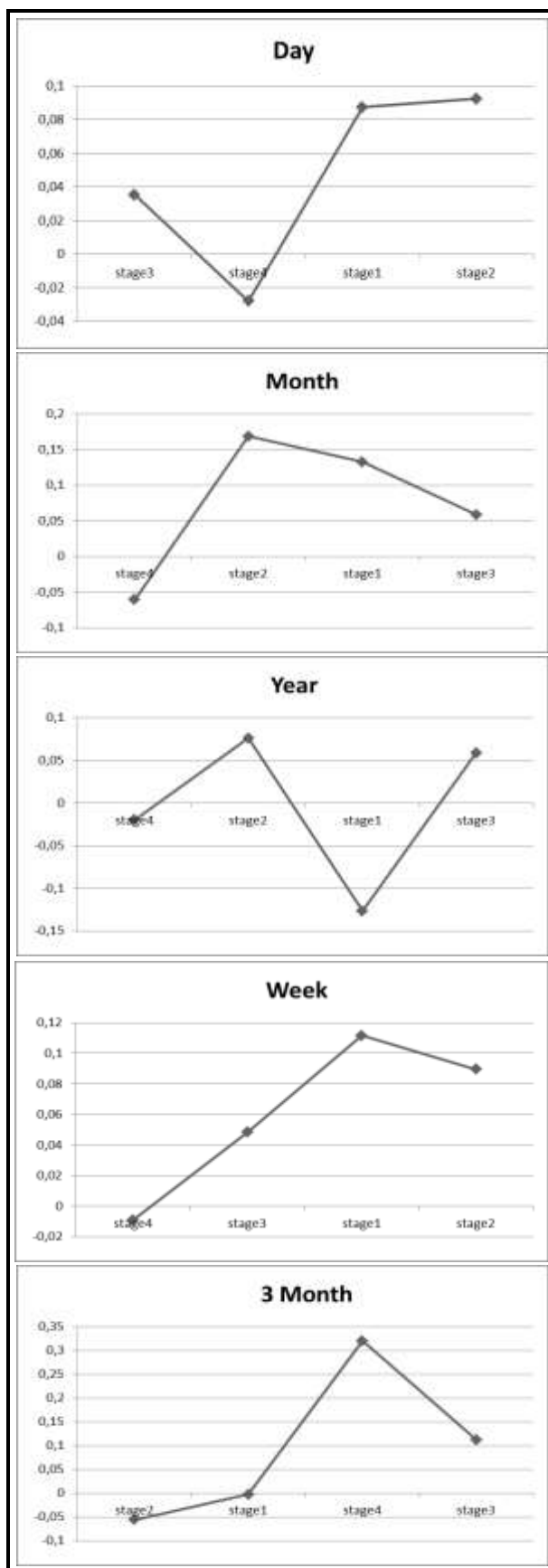


Рис. 1. Зависимость стадий жизненного цикла и средних доходностей на разных периодах

Компании, которые выходят на IPO на последней стадии роста – третьей стадии, показывают положительный и быстро растущий поток денежных средств от операционной деятельности. Основной задачей любой компании является правильно выбрать момент для выхода на IPO, заблаговременно выстроив стратегию своего развития. Чаще всего в привлечении капитала нуждаются более или менее крупные компании, которые либо хотят провести модернизацию производственных мощностей, либо обладают уникальной идеей или продуктом и уже занимают определенную долю рынка, но желают быстро увеличить ее, заполучив иностранного потребителя. Чаще всего это происходит именно на третьей стадии жизненного цикла, что делает ее наиболее важной для будущего развития компании. Зачастую к этому времени компания сталкивается с рядом проблем, которые мешают ей вовремя провести IPO.

- Во-первых, это может быть банальная нехватка средств на андеррайтеров и аудиторов, проверяющих компанию за предыдущие три года перед выходом, проведение road-show и т.п.
- Во-вторых, компания должна провести «организационную чистку», так как компания становится публичной и должна иметь прозрачную структуру.
- В-третьих, неподходящие условия на мировом или внутреннем рынке.

Все эти факторы способствуют тому, что компания упускает нужный момент на третьей стадии и застревает на самой себе, тем самым переходя на четвертую стадию «спада», когда инвесторам уже отчетливо понятно, что компания не является привлекательной для инвестиций.

В итоге, можно сделать вывод, что положительное значение средней доходности на всех периодах наблюдается только у компаний, разместившихся на третьей стадии жизненного цикла или последней стадии роста. Несмотря на то, что средняя максимальная доходность наблюдается у компаний, разместившихся на стадии зарождения и ранних стадиях роста на дневных, недельных и месячных периодах, но на более долгосрочных периодах такие компании показывают не лучшие результаты.

### РАССМОТРЕНИЕ ЗАВИСИМОСТИ СТАДИИ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА И ГРАНИЦЕЙ РАЗМЕЩЕНИЯ

Для дальнейшего рассмотрения эффективности IPO, проведенных российскими компаниями, проанализируем количество привлеченного капитала компанией и стадии жизненного цикла. На рис. 2 показана зависимость между стадией жизненного цикла, на которой компания провела IPO и индексом изменения цены размещения.

Индекс изменения цены размещения по сравнению с серединой ценового диапазона – price revision index (*PRI*) был введен Hanley в 1993 г., рассчитывается в соответствии с формулой:

$$PRI = \frac{(P_0 - P_e)}{P_e}$$

где  $P_e = \frac{(P_h + P_l)}{2}$ ;

$P_0$  – цена первичного размещения;

$P_h$  – верхняя граница ценового диапазона;

$P_l$  – нижняя граница ценового диапазона.

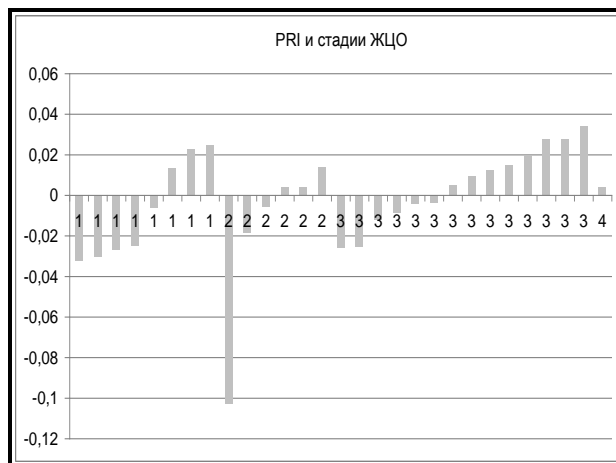


Рис. 2. Зависимость PRI от стадии жизненного цикла при IPO

На рис. 2 видно, что на стадии зарождения пяти компаний из восьми разместились ближе к нижней границе. Т.е. молодые компании привлекают меньшее количество денежных средств, чем могли бы. Похожая ситуация обстоит и с компаниями, которые проводили размещение акций на ранних стадиях роста, ровно половина таких компаний разместились ближе к нижней границе заявленного диапазона.

Иная ситуация у компаний, которые провели IPO на последних стадиях роста. Помимо того, что большая часть компаний разместились ближе к верхней границе заявленного диапазона, но ко всему прочему, такие компании разместились максимально близко к верхней границе, по сравнению с компаниями, которые вышли на IPO в более ранние периоды.

Таким образом, можно сделать вывод, что большая часть российских компаний (57,2%), которые провели IPO на последних стадиях роста, разместились ближе к верхней границе диапазона, тем самым смогли привлечь большие суммы.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Российские компании, которые наиболее точно смогли определить точку выхода IPO и провести его на третьей или последней стадии роста смогли привлечь больший капитал. Так же такие компании демонстрируют в среднем положительные доходности на всех анализируемых в данной статье периодах.

Как уже описывалось в данной статье, основной задачей любой компании является правильно выбрать момент для выхода на IPO, заранее выстроив стратегию своего развития. Чаще всего в привлечении капитала нуждаются более или менее крупные компании, которые либо хотят провести модернизацию производственных мощностей, либо обладают уникальной идеей или продуктом и уже занимают определенную долю рынка, но желают быстро увеличить ее, заполучив иностранного потребителя. Чаще всего это происходит именно на третьей стадии жизненного цикла, что делает ее наиболее важной для будущего развития компании. Зачастую к этому времени компания сталкивается с рядом проблем, которые мешают ей вовремя провести IPO.

- Во-первых, это может быть банальная нехватка средств на андеррайтеров и аудиторов, проверяющих компанию за предыдущие три года перед выходом, проведение road-show и т.п.

- Во-вторых, компания должна провести «организационную чистку», так как компания становится публичной и должна иметь прозрачную структуру.
- В-третьих, неподходящие условия на мировом или внутреннем рынке.

Все эти факторы способствуют тому, что компания упускает нужный момент на третьей стадии и заикливается на самой себе, тем самым переходя на четвертую стадию «спада», когда инвесторам уже отчетливо понятно, что компания не является привлекательной для инвестиций. Таким образом, прежде чем выйти на IPO, менеджеры компании должны оценить готовность компании к новому этапу своего развития, учитывая стадию жизненного цикла, на котором находится в данный момент компания.

## Литература

1. Книга А.С. Формирование структуры капитала на различных этапах жизненного цикла организации [Текст] / А.С. Книга // Наука и практика управления в 21 веке: традиции и тенденции : Ползуновский альманах. – 2009.
2. Куранов М.В. Показатели и модели анализа финансового состояния на различных этапах жизненного цикла организации [Текст] / М.В. Куранов // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – №5.
3. Макаров А.С. Формирование финансовой политики организации с учетом стадий жизненного цикла [Текст] / А.С. Макаров // Финансы и кредит. – 2010. – №12.
4. Широкова Г.В. и др. Особенности формирования жизненных циклов российских компаний [Текст] / Г.В. Широкова, И.С. Меркурьева, О.Ю. Серова. – М., 2006.
5. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста [Текст] / И.В. Ивашковская // ЖУК. – 2006.
6. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста [Текст] / И.В. Ивашковская, Д.О. Янгель // Корпоративные финансы. – 200. – №4.
7. Грегориу Г.Н. IPO: опыт ведущих экспертов [Текст] / Грегориу Г.Н. – М., 2008.
8. Adizes I. Corporate lifecycles: how and why corporations grow and die and what to do about it, 1988.
9. Bruwer W.S., Hamman W. How can cash-flow patterns assist analysts in investigating a company's financial health? 2008.
10. Owen S., Yawson A. Corporate life cycle and M&A activity // Journal of banking & finance. 2010. Vol. 34, Is. 2. February.
11. Sofiah Md Auzair. Organisational life cycle stages and management control systems in service organizations // International journal of business and management. Toronto. 2010. Nov.
12. Sottile G.M. Executive compensation and firm performance: a life cycle study of United States initial public offerings / Capella university, 2005.
13. Urriolagoitia L., Planellas M. Sponsorship relationships as strategic alliances: A life cycle model approach // Business horizons. 2007. Vol. 50. I. 2. March-April.
14. Yu Cao, Xiaohong Chen, Desheng Dash Wu, Miao Mo. Early warning of enterprise decline in a life cycle using neural networks and rough set theory. 2010.

## Ключевые слова

Жизненный цикл организации; эффективность IPO; диапазон размещения акций при IPO; привлеченный капитал; капитализация компании; денежный поток от операционной деятельности; денежный поток от финансовой деятельности; денежный поток от инвестиционной деятельности; доходности акций; индекс изменения цены размещения по сравнению с серединой ценового диапазона.

*Ованесова Юлия Сергеевна*

## РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы. В данной статье предлагается взглянуть на доходность акций российских компаний согласно их жизненному циклу. Подобный подход в западной литературе хорошо известен, в условиях же российской действительности остается широкое поле деятельности для теоретических и эмпирических исследований.

Научная новизна и практическая значимость. В статье были рассмотрены работы современных западных и российских авторов, касательно данной проблематики. Автор провел свое собственное исследование, опираясь на данные о потоках денежных средств от различных видов деятельности, с помощью которых были выявлены стадии жизненного цикла российских компаний. В зависимости от стадии цикла оценивались эффективность проведенных публичных размещений акций. Работа в этом направлении может принести ощутимую пользу при оценке компаний, выходящих на IPO, а также дает возможность вычислить наиболее благоприятное время для публичного размещения акций.

Замечания. Автору следует пополнить эмпирическую базу российских компаний и проанализировать данные с помощью регрессионного анализа.

Заключение. Рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

*Берзон Н.И., д.э.н., профессор, зав. кафедрой фондового рынка и рынка инвестиций Национального исследовательского университета Высшая школа экономики*