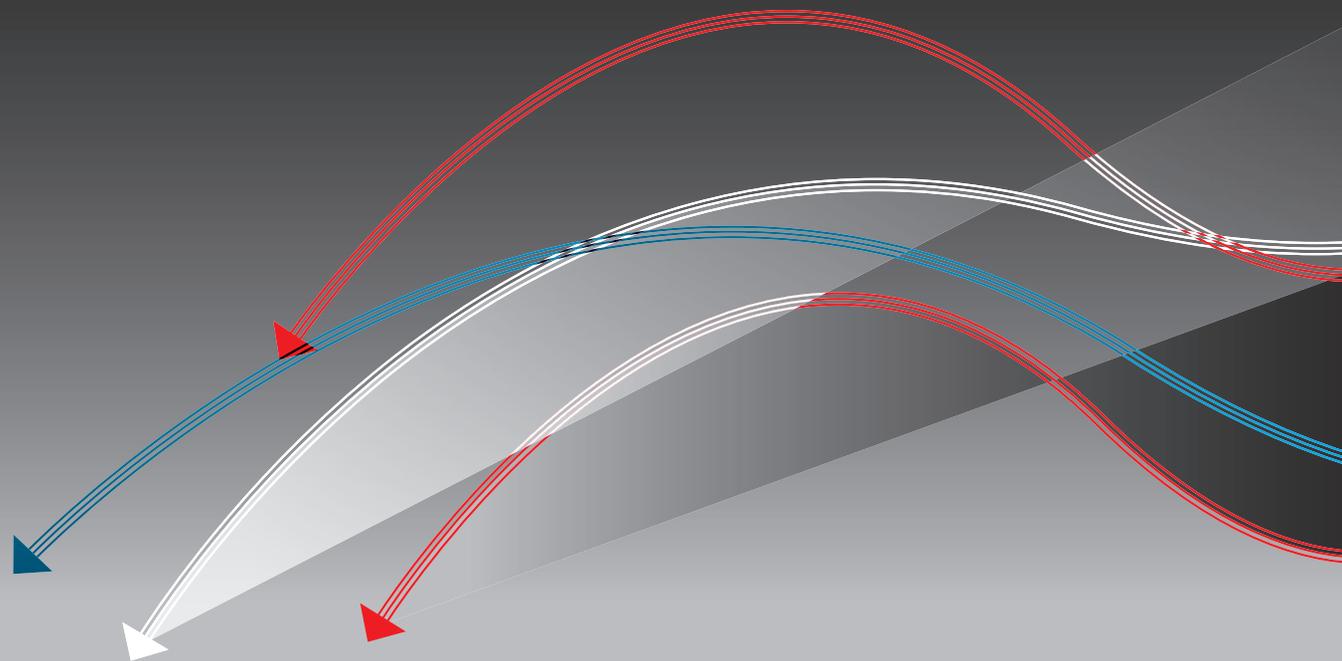


## Владимир Вербицкий\*, Константин Гуляев\*\*, Рубен Ениколопов\*\*\*

# Деньги не главное

Публичное размещение акций, как правило, не способ привлечь достаточный объем инвестиций.

Для тех, кто идет на IPO, гораздо важнее получить рыночную оценку бизнеса и выйти на качественно новый уровень развития



« IPO — один из важнейших источников финансирования инвестиций» — таков основной тезис большинства конференций, посвященных вопросам привлечения инвестиций, использования финансовых инструментов или развития финансовых рынков. Практически в каждом втором докладе или статье о публичном размещении акций утверждается, что это чуть ли не единственный верный способ обеспечить инвестициями развитие компании. Более того, собственники или руководители многих российских компаний, отвечая на вопрос о планах IPO, зачастую мотивируют свой отказ от публичного размещения в первую очередь тем, что их бизнес пока не нуждается во внешних источниках финансирования. При этом подразумевается, что, как только потребуются инвестиции, тогда и будет проведено IPO. Гораздо реже говорится

о том, что пока еще не достигнута та стадия развития, когда собственники готовы превратить свою компанию в публичную и стать владельцами капитала, а не просто хозяевами бизнеса как набора генерирующих прибыль активов.

Мы придерживаемся обратного мнения: IPO не способ привлечь достаточный объем инвестиций, если принять во внимание тот масштаб инвестиционных вложений, которые были сделаны компанией еще до момента ее выхода на публичный рынок акционерного капитала. Кроме того, на наш взгляд, большую значимость, нежели получение внешнего финансирования, имеют такие мотивы проведения IPO, как потребность в рыночной оценке бизнеса, выход на качественно новый уровень развития, получение статуса публичной компании, открывающего более выгодные условия для привлечения инвестиций, а также превращение

собственников этой компании во владельцев капитала.

Конечно, мы не исключаем возможности ситуаций, когда рынок акций может стать единственным вариантом привлечения инвестиций для развития бизнеса. Существуют целые сектора экономики, в том числе высокотехнологичные, основанные на акционерном финансировании. У компаний в таких секторах, в основном молодых, производящих новые услуги и идеи и не имеющих ни собственных средств, ни материальных активов, которые можно использовать в качестве залога для получения кредита, выход остается один — финансировать свой рост за счет весьма дорогого акционерного капитала, в частности путем проведения IPO.

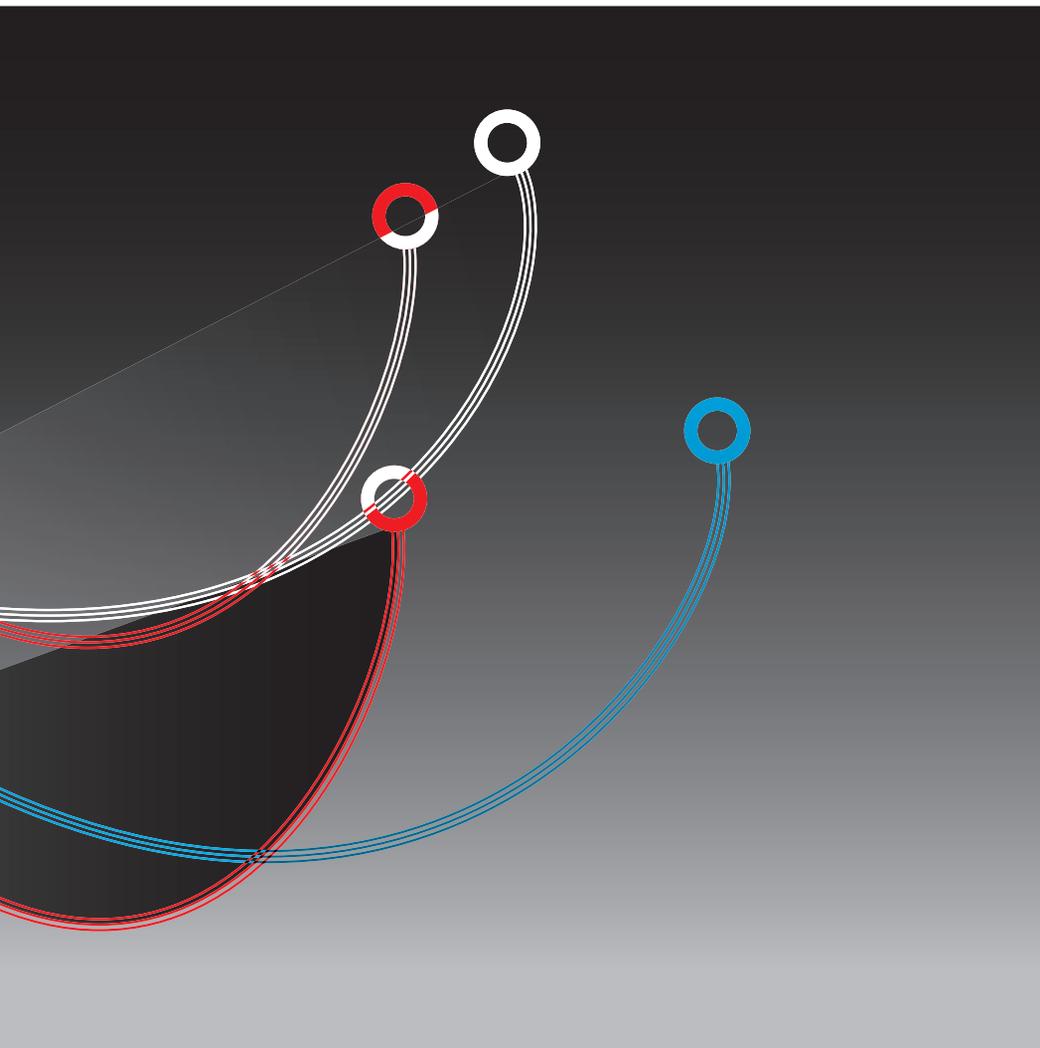
Следует обратить внимание, что в зарубежной научной литературе довольно много эмпирических исследований, посвященных определению факторов принятия решения о проведении IPO и о переходе компании в статус публичной. Авторы работы «Why do companies go public?»\*\*\*\* на основе анализа обширных эмпирических данных обнаружили, что в Италии компании выходят на IPO не для того, чтобы профинансировать по-

\*Первый заместитель директора Российского института директоров.

\*\*Заместитель руководителя Экспертного центра Российского института директоров.

\*\*\*Профессор Российской экономической школы.

\*\*\*\*Pagano M., Panetta F., Zingales L. 1998. Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance* 53 (1): 27–64.



объеме внешнего финансирования не превышала 15,5%. Кроме того, если принять во внимание, что в таблице указываются данные только о внешних источниках финансирования инвестиций, то добавление к ним собственных средств компаний приведет к еще более низкому значению доли IPO в структуре финансирования инвестиций.

Данные за 2009 год представляют собой, на наш взгляд, лишь исключение, которое подтверждает правило. Рост доли вложений в акционерный капитал в общей структуре внешнего финансирования в этом году произошел за счет существенного падения объемов кредитования — до 1,2 млрд долларов со 113,3 млрд долларов годом ранее, — вызванного начавшимся в 2008 году глобальным финансовым кризисом.

Какими же тогда могут быть факторы, мотивирующие собственника провести IPO своей компании?

Самым очевидным представляется то, что в ходе IPO компания получает объективную рыночную оценку. Вот, например, заявление компании Zynga, крупнейшего в мире разработчика социальных игр, накануне проведения ее IPO: «Мы готовы продать пять процентов за 500 млн долларов». На вопрос «зачем вам деньги?» они ответили, что не знают, им просто нужна оценка.

### Ценность статуса

Компания, которая превращается в публичную, а ее акции теперь свободно обращаются на биржах, становится гораздо более ликвидным активом. До проведения IPO компания, подобно куколке, накапливает силы и энергию, чтобы потом раскрыться и взлететь как бабочка, имея перед собой новые горизонты для развития и привлекая своей красотой новых инвесторов. Собственно, только став «бабочкой», компания получает возможность «летать».

Не последнюю роль в стремлении провести IPO играет тот статус, который компания обретает, становясь публичной. Во-первых, такая компания, как правило, имеет значительные масштабы деятельности и все характеристики крупной организации, иначе IPO вряд ли бы проводилось. Во-вторых, это повышенное внимание множества заинтересованных сторон и постоянное пребывание компании на виду и на слуху. В-третьих, для многих российских компаний, например, стремление стать публичными продиктовано желанием защититься от присущих российскому частному бизнесу рисков.

По словам **Артура Исаева**, генерального директора Института стволовых клеток человека, IPO которого было

следующие инвестиции и рост, а в большей степени в целях восстановления структуры своего баланса после проведенных инвестиций и роста. Выход на фондовый рынок для финансирования инвестиций и роста также не осуществляется в Испании и в Швеции.

### Нужна оценка

Ни в одной экономике мира фондовый рынок не представляет собой серьезного источника денег для инвестиций. Даже в США, где он наиболее развит, подавляющее большинство инвестиций финансируется из собственных средств компаний, 20–30% — за счет заемных средств или выпуска облигаций и только менее 10% — за счет выпуска акций\*. Это неудивительно — внешнее финансирование стоит дороже внутреннего из-за проблем асимметричной информации, поэтому компании обращаются за внешними ресурсами лишь в том случае, если не хватает собственных. Кроме того, если компания выпускает акции, а не облигации, то рынок может воспринимать это как отрицательный

сигнал о перспективах ее развития. Если владельцы компании готовы расстаться с частью прибыли, значит, они считают, что она будет не очень высокой. Выпуск акций в большей степени, чем выпуск облигаций, размывает стимулы контролирующего собственника к максимизации прибыли. Поэтому рынок соответствующим образом дисконтирует цену приобретения акций; акционерное финансирование, как правило, обходится дороже заемного. Так что акции выпускают только те компании, у которых и так много долгов, или те, которым трудно получить займы, например, компании с нематериальными активами.

Анализ структуры внешнего финансирования российских компаний в 2001–2009 годах подтверждает, что в России IPO также не является основным источником привлечения инвестиций (см. таблицу). Даже в период так называемого бума IPO в 2006-м и 2007 годах, когда первичное публичное размещение провели 15 и 24 российские компании соответственно, доля IPO в общем

\*Гуриев С. Мифы экономики: Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. — М.: Юнайтед Пресс, 2009.

## Структура внешнего финансирования российских компаний в 2001–2009 годах

Год	Банковские кредиты		Облигации		Акционерный капитал: IPO, SPO		Акционерный капитал: PE		Всего млрд долл.
	млрд долл.	%	млрд долл.	%	млрд долл.	%	млрд долл.	%	
2001	15,5	92,3	1,0	6	0,0	0	0,3	1,8	16,8
2002	16,1	73,9	5,3	24,3	0,3	1,4	0,1	0,5	21,8
2003	21,9	66,8	10,5	32	0,3	0,9	0,1	0,3	32,8
2004	34,6	65,8	14,3	27,2	2,6	4,9	1,1	2,1	52,6
2005	41,2	57,4	24,7	34,4	4,9	6,8	1,0	1,4	71,8
2006	65,0	52,6	38,0	30,8	19,1	15,5	1,4	1,1	123,5
2007	152,0	68,7	37,3	16,9	27,5	12,4	4,3	2	221,1
2008	113,3	74,8	27,8	18.04.11	6,2	4,1	4,3	2,8	151,5
2009	1,2	3,1	25,7	67,3	10,0	26,2	1,3	3,4	38,1
2010	54,2	54,4	40,1	40,2	5,3	5,3	н. д.	н. д.	99,6

Сокращения:

IPO (Initial Public Offering) — первичное публичное размещение акций.

SPO (Secondary Public Offering) — вторичное публичное размещение акций.

PE (Private Equity) — частные вложения в акции.

Источники: Lazarev, Rachinsky, Stepanov (2007), Центральный банк РФ, www.rbc.ru, www.cbonds.ru, Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования

проведено в декабре 2009 года, компания, претендующая на звание лидера на своем рынке, должна быть публичной. Публичность — такой же обязательный элемент эффективности бизнеса, как технологии управления и планирования. Если компания их не использует, то проигрывает. «Шаг к публичности сделал компанию более эффективной и расширил возможности для развития бизнеса, — говорит Артур Исаев. — Выйдя на IPO, мы получили бонус в виде новых связей с партнерами, клиентами, инвесторами, экономическим сообществом. После успешного размещения многие наши сотрудники стали работать с большим энтузиазмом».

Вообще, именно мотив обретения особого статуса публичной компании показывает, насколько незначительную роль может играть IPO в деле удовлетворения потребностей компании в инвестициях. IPO — это, скорее, некое сильное эмоциональное событие для компании и ее собственников, нежели источник привлечения значительных инвестиций. Ведь, отправляясь раз в

пять лет в супердорогой гастрономический ресторан, вероятнее всего, вы отдаете дань моде или лишний раз подтверждаете свой высокий статус и положение, испытываете желание блеснуть перед публикой, или засвидетельствовать свое почтение шеф-повару, или что угодно еще. Утоление голода, каким бы сильным он ни был, в данном случае, согласитесь, стоит на одном из последних мест в череде ваших предпочтений. Поэтому вряд ли стоит ожидать, что каждый день, проголодавшись, вы отправляетесь в очередной шикарный ресторан только для того, чтобы поесть. Так же и в бизнесе. Потребность компании в получении инвестиций, если она хочет развиваться, постоянна, и для нормального ее роста, позволяющего быть впереди конкурентов, объем необходимых инвестиций довольно велик. Поэтому вырученных от размещения средств вряд ли будет достаточно, чтобы удовлетворить аппетит компании к инвестициям, тем более что часто бывает так, что часть этих средств, большая или меньшая, будет причитаться непосредственно собственникам, поделившись своей долей в бизнесе.

Представление об IPO как об источнике значительных инвестиций подталкивает собственников и их компании к стремлению получить в ходе этой сделки максимальную цену продаваемого актива. Однако желание разместиться по самой верхней границе ценового диапазона и нацеленность на долгосрочное устойчивое развитие, на наш взгляд, никаким образом не согласуются друг с другом. Помните, что цена акций определяется ожиданиями инвесторов относительно их будущей стоимости, в которой, по оценкам McKinsey, доля

будущих денежных средств — тех, что появятся спустя три года и более, — достигает от 70 до 90%.

Google в 2004 году, накануне своего IPO, когда после закрытия периода подачи заявок на покупку акций компании стало ясно, что заявленную акционерами и менеджментом цену от 106 до 135 долларов получить не удастся, все-таки не откладывает IPO и не ждет, что цена, может быть, еще поднимется. Компания соглашается на 85 долларов за акцию, и уже в день первых торгов акции Google продавались на 18% выше цены размещения — по 100 долларов. В настоящий момент, осенью 2011 года, они торгуются уже по 540 долларов за штуку.

Иную динамику продемонстрировала российская Mail.ru Group, проведя IPO в ноябре 2010 года по верхней границе ценового диапазона (23,7–27,7 доллара). Несмотря на то что первые сделки с акциями компании на Лондонской фондовой бирже осуществлялись уже по цене около 35 долларов за акцию, в середине января 2011 года бумаги достигли своего исторического максимума, в районе 42 долларов, затем в апреле этого же года следует падение до 29 долларов, и в настоящее время, спустя почти год после размещения акций Mail.ru Group, они по-прежнему торгуются на уровне 35 долларов.

Таким образом, лучше иметь положительную динамику роста на протяжении длительного периода, что даст возможность получить действительно выгодные условия для наращивания инвестиций, столь необходимых компании для развития. Поэтому нам кажется, что собственникам стоит отказаться от краткосрочных оценок, связанных с текущей

## Classified

### КНЯЖЕСТВО АНДОРРА

- Крупнейшая безналоговая и офшорная зона Европы.
- Абсолютная банковская тайна.
- Максимальная безопасность для проживания.

СОДЕЙСТВИЕ в получении вида на жительство, консультации по открытию банковских счетов и ведению бизнеса в Андорре.

Телефоны представительства в Москве:  
8-926-210-45-54, +7(495)589-91-92

WWW.AND-RUSINFO.RU

По вопросам  
размещения рекламы  
в рубрике

**Classified**  
обращаться

по тел.: +7 (495) 510-5643  
факс: +7 (495) 510-5645  
E-mail: adv@expert.ru

реклама

выгодой (максимальной ценой размещения) в пользу долгосрочной перспективы, обещающей увеличивающийся объем инвестиций.

Подтверждающие этот факт данные есть в упомянутой выше работе «Why do companies go public?», в которой на примере итальянских компаний показывается, что после осуществления IPO бизнес может привлекать кредиты под более низкий процент. Сразу же после проведения IPO процентная ставка по краткосрочным кредитам падает, а количество банков, готовых предоставить финансирование, растет. Наблюдаемое снижение стоимости кредита соответствует снижению ставки процента в диапазоне от 0,4 до 0,7%.

Важным фактором, мотивирующим к проведению IPO, является сама логика развития компании и ее бизнеса. Обратившись к теории жизненных циклов в развитии организации, предложенной в работах Л. Грейнера\* и И. Адизеса\*\*, можно увидеть, что на определенном этапе в жизни компании — где-то между фазой быстрого роста и зрелостью — перед бизнесменом, создавшим и вырастившим эту компанию, встает так называемая дилемма инвестора. Она заключается в выборе: либо остаться простым бизнесменом — владельцем активов, объединенных в компанию и исправно генерирующих денежный поток, либо превратиться в капиталиста — инвестора, не только владеющего своей прежней компанией, но и имеющего возможность диверсифицировать вложения накопленного капитала путем приобретения других активов.

Реализовать свой выбор в пользу становления капиталиста собственнику может помочь как раз проведение IPO. Если раньше основными показателями успешности компании для этого бизнесмена было количество имеющихся станков, объем добытых тонн сырья, партии выпущенных приборов, динамика оборота и чистой прибыли, а в лучшем случае — чистый денежный поток, то теперь таким индикатором становится рыночная капитализация. Вообще, управление капиталом — это иная задача, нежели управление бизнесом, требующая особых компетенций и навыков, которыми многим собственникам и менеджерам еще только предстоит овладеть. ■

\*Грейнер Л. Эволюция и революция в процессе роста организаций // Вестник С.-Петербургского университета. Сер. Менеджмент, 2002. № 4. С. 76–92.

\*\*Адизес И. Управление жизненным циклом корпорации. — СПб.: Питер, 2011.

## КОММЕНТАРИЙ

Андрей Виньков

### IPO уже не роскошь



**С** 2004 года в России проведено 134 размещения на общую сумму 66 млрд долларов. Число компаний, готовящихся к IPO, тоже перевалило за сотню. Заявки на IPO стали чуть ли не рутиной в новостном потоке. О некоторых из них мы даже слыхом не слыхивали. К примеру, мало кто знает что-нибудь о публичном размещении акций компании «Шуйская гармонь» или об IPO российской сети пиццерий «Папа Джонс», разместившей свои акции на бирже в Берлине. При этом IPO продолжает окружать ореол элитарности и эксклюзива, хотя уже не всегда это так.

Раньше считалось, что капитализация для размещения на западной бирже должна быть не менее миллиарда долларов, а в России — не менее 200 млн долларов. Подготовка к IPO вещь дорогая. Для удачного размещения нужно показать инвесторам эффективную структуру компании, нужна аудированная отчетность по МСФО за последние три года. Необходимо также цивилизованное корпоративное управление — в компании должны быть работоспособный совет директоров, специализированные комитеты при нем, служба внутреннего аудита и так далее. Все это сильно отягощает бюджет и отвлекает ресурсы бизнеса.

Но с недавних пор для компаний средней и малой капитализации в России и за рубежом появились площадки, которые дают возможность получить доступ к квалифицированным инвесторам без этих сложностей, на упрощенных условиях. В частности, есть секция «Рынок инноваций и инвестиций» на ММВБ, где на IPO выходят фирмы с капитализацией всего лишь в несколько десятков миллионов долларов. И тем не менее авторы комментируемой статьи правы: не всякий идет на продажу акционерного капитала. Этот инструмент доступен лишь для тех, кто для него созрел. И в этом смысле IPO привносят даже некий цивилизационный потенциал в нашу страну. Но не всегда.

В последнее время, если мы говорим о российском рынке, инвестор стал чаще терять, если он входит в бумаги на стадии IPO, чем выигрывать. Примеров таких множество. И в этом участники рынка винят тех, кто атрибуты цивилизованного акционерного общества привносит в свой бизнес лишь в качестве декораций. В данном случае преследуется одна цель — частичный или полный выход из бизнеса. Обычно так бывает, когда мажоритарный акционер видит потолок своего бизнеса, устав или исчерпав себя выработкой перспектив.

Представленная авторами картина, что, мол, IPO нужно для имиджа и проч., объективна. Деньги на инвестиции бенефициарам российских IPO действительно были не так уж необходимы. Если они и были нужны, то либо на личные нужды мажоритария, либо для компании, чтобы проводить дальнейшую консолидацию в дешевой отрасли. Это была спекулятивная стратегия, а не созидательная.

Так исторически сложилось, что у нас оказался большой запас прочности по инфраструктуре и промышленным активам. Большинство фабрик, заводов и даже зданий супермаркетов у нас в стране были построены еще во времена СССР. Неудивительно, что капиталоемких проектов, да еще в условиях российских рисков, у нас было осуществлено крайне мало.

В то же время сторонние инвесторы ради драйва и перспектив развивающихся рынков в последние годы начали привыкать к венчурному риску. Вот пример: бразильская компания Petrobras разместила свои привилегированные и обыкновенные (голосующие) акции на общую сумму 57 млрд долларов. Основной целью IPO было привлечение средств на разработку крупного нефтяного месторождения Тупи, находящегося на шельфе Бразилии.

Российские игроки — или государство — в принципе имеют те же шансы зажечь энтузиазм сторонних инвесторов, если запустят несколько IPO «с перспективами». Это, скажем, могут быть IPO компаний, которые начали бы строить высокоскоростные железнодорожные магистрали или создавать принципиально новую автономную энергетическую систему, построенную по принципу Smart Grid. Вот тогда ориентиры при получении денег от IPO стали бы более стратегическими, а не спекулятивными. ■