Ованесова Юлия Сергеевна. Влияние стадии жизненного цикла организаций на эффективность IPO на развивающихся рынках капитала: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10 / Ованесова Юлия Сергеевна;[Место защиты: Национальный исследовательский университет "Высшая школа экономики" - Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования].- Москва, 2013.- 160 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Теоретические подходы к определению жизненного цикла организаций. 13**

1.1. Понятие жизненного цикла организаций 13

1.2. Соответствие источников финансирования стадиям жизненного цикла организации . 31

1.3. Методы определения стадий жизненного цикла организации . 38

Выводы по первой главе диссертационного исследования. 51

**ГЛАВА 2. Оценка эффективности ipo публичных компаний России и Восточной Европы . 53**

2.1. Эффективность IPO российских компаний. 65

2.2. Влияние стадии ЖЦО на цену размещения при IPO российских компаний 71

2.3. Диверсификация привлеченного капитала компаний России и Восточной Европы. 73

2.4. Влияние макроэкономической ситуации на принятие решения о проведении IPO 76

2.5. Сравнение стадий жизненного цикла компаний на момент IPO и на 31.12.2012

года 95

Выводы по второй главе диссертационного исследования 98

**ГЛАВА 3. Анализ финансовых показателей, характерных для разных стадий жизненного цикла компаний на рынках россии и восточной европы 100**

3.1.Статистические тесты. 103

3.2. Проверка данных на нормальность распределения. 105

3.2 Сравнение средних значений основных финансовых показателей предприятий для разных стадий жизненного цикла . 105

3.4. Корреляционный анализ. 106

3.5. Построение регрессии 107

Выводы по третьей главе диссертационного исследования. 119

Заключение 120

Список литературы 122

* [Соответствие источников финансирования стадиям жизненного цикла организации](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-stadii-zhiznennogo-cikla-organizacij-na-jeffektivnost-ipo-na-razvivajuwihsja.html#5439581)
* [Методы определения стадий жизненного цикла организации](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-stadii-zhiznennogo-cikla-organizacij-na-jeffektivnost-ipo-na-razvivajuwihsja.html#5439582)
* [Диверсификация привлеченного капитала компаний России и Восточной Европы.](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-stadii-zhiznennogo-cikla-organizacij-na-jeffektivnost-ipo-na-razvivajuwihsja.html#5439583)
* [Сравнение средних значений основных финансовых показателей предприятий для разных стадий жизненного цикла](http://www.dslib.net/finansy/vlijanie-stadii-zhiznennogo-cikla-organizacij-na-jeffektivnost-ipo-na-razvivajuwihsja.html#5439584)

**Введение к работе**

**1. Актуальность темы исследования.**

В настоящее время компании развивающихся стран активно используют инструменты фондового рынка для привлечения капитала, который используется для реализации инвестиционных проектов и развития компаний. Одним из таких инструментов является выход компаний на фондовый рынок и проведение IPO. Если рассмотреть динамику рынка IPO в России, то с 2004 г. по 2011 г. объем размещений вырос в 18 раз, а количество компаний увеличилось почти в 4 раза. Пик проведения IPO российскими компаниями пришелся на 2007 г., когда объём составил больше 23 миллиардов долларов США. Такого объема достигли 26 российских компаний, которые разместились на российских и иностранных фондовых биржах.

В результате кризиса 2008-2009 гг. многие компании отложили выход на фондовую биржу, однако по мере восстановления экономики рынок IPO начинает восстанавливаться. Начиная с 2010 г., число компаний, проводящих IPO, уверенно растет. На данный момент 123 российские компании вновь заявляют о возможном выходе на фондовый рынок в период с 2013 по 2014 г.1 Всего за период 2004-2011 гг. более 140 российских компаний провели IPO, при этом до сих пор отсутствует целостное понимание того, каким образом компании следует принимать решение о проведении такого важного для компании мероприятия. В этой связи тема анализа эффективности выхода компаний на фондовую биржу является весьма актуальной.

Компании выходят на фондовый рынок с целью привлечения капитала для расширения бизнеса. Однако не все IPO бывают удачными. В основном успешность IPO рассматривается с точки зрения доходности акций в сравнении с основным биржевым индексом. На эффективность IPO оказывают влияние

1 Экспертная оценка ReDeal Group,

многие факторы, одним из них является время выхода компании на IPO. Это означает, что помимо стабильности и роста самого фондового рынка, важным моментом для компании является стадия жизненного цикла, на котором она находится при выходе на IPO.

В связи с этим существует потребность в разработке теоретического подхода, обосновывающего своевременность выхода компании на IPO, учитывающего стадии жизненного цикла организаций.

С момента создания компании и до момента прекращения ее деятельности она проходит несколько этапов жизненного цикла. Для каждого этапа характерны свои источники финансирования. Привлечение капитала путем проведения IPO дает наибольший эффект в том случае, когда выбран адекватный период жизненного цикла. **Степень научной проработанности проблемы.**

Проблемам цикличности в экономике уделяется большое внимание. Существуют различные виды циклов, например, выделяют экономический цикл (Н.Д. Кондратьев, У. Джевонс, X. Кларк, Й.А. Шумпетер и др.), цикл отрасли, компании (Г.Л. Липпитт и У.А. Шмидт, Л.Е. Грейнер, У.Р. Торберт, И.К. Адизес и др.), продукта, а также встречаются циклы истории (А. Дж. Тойнби) и культуры (О. Шпенглер, Н.Я. Данилевский и др.). В данной работе предлагается рассмотреть на каком этапе жизненного цикла компании России и стран Восточной Европы выходили на фондовый рынок и оценить эффективность проведения IPO с точки зрения успешности реинкарнации своего бизнеса при завершении одного цикла и начала следующего жизненного цикла на принципиально ином уровне.

В связи с этим перед данным исследованием стоят два основных вопроса. Во-первых, установить, на каком этапе жизненного цикла компании выходят на фондовую биржу. Во-вторых, понять, всегда ли время выхода на биржу совпадает с моментом, когда перед руководством компании стоит выбор либо «реинкарнировать» свой бизнес и выйти на новый жизненный цикл, либо

перейти в стадию «спад», что может в дальнейшем привести компанию к банкротству.

Проблема жизненного цикла организации рассматривается исследователями с двух позиций: с точки зрения стратегического менеджмента и с финансовой точки зрения.

Исследованиями жизненного цикла с позиции стратегического менеджмента занимались такие авторы, как Г. Л. Липпитт, У.А. Шмидт, М. Скотт, Л.Е. Грейнер, У. Торберт, Д. Кац, Р. Л. Канн, Дж. Р. Кимберли, И. Адизес, Д. Миллер, П. Фризен, Э. Фламхольц, Д. Л. Лестер, Дж. А. Парнелл, Ш. Каррагер, Г.В. Широкова, С. Р. Филонович и др. Каждая из моделей предлагает различные методы для классификации этапов и определения стадий жизненного цикла компаний. Предложенные модели больше носят интуитивный характер и рассмотрены с качественной стороны. Основной задачей авторов, занимающихся подобной проблематикой, является разработка адекватных методов управления на различных этапах жизненного цикла компании. Некоторые исследователи выделяли до десяти разных стадий жизненного цикла компании, другие ограничивались тремя.

С финансовой точки зрения жизненный цикл рассматривался небольшим количеством авторов: Дж. Энтони, К. Рамеш, Дж. Ахарони, X. Фалк, Н. Иехуда, К.И. Иго, В. Дикинсон, Р.П. Хаузер, М. Скот и Р. Брюс, и др. В последние годы появились работы российских исследователей, посвященные вопросам финансирования компаний в зависимости от стадии жизненного цикла компании, - это работы И.В. Ивашковской, Д.О. Янгеля, М. В. Куранова и др.

Несмотря на большое количество исследований, посвященных жизненному циклу организации, с финансовой стороны вопрос мало изучен, особенно на российском рынке.

**Объект исследования** - компании России и Восточной Европы, акции которых торгуются на фондовых биржах.

**Предмет** исследования - стадии жизненного цикла организаций и финансовые показатели, характеризующие эти стадии.

Цель исследования - выделить финансовые показатели, позволяющие определить стадию жизненного цикла компании и оценить эффективность выхода компаний на ІРО в зависимости от стадии жизненного цикла.

Задачами данной работы в рамках поставленной цели являются:

1. Рассмотреть и систематизировать различные подходы к изучению стадий жизненного цикла компаний.
2. Идентифицировать признаки отдельных стадий развития компаний.
3. Систематизировать существующие западные и отечественные модели определения стадий жизненного цикла.
4. Установить соотношение потоков денежных средств по видам деятельности, характерных для каждой стадии жизненного цикла на выборке компаний из России и Восточной Европы, вышедших на фондовую биржу.
5. Выявить зависимости между стадией жизненного цикла и эффективностью проведения ІРО.
6. Установить закономерности изменения финансовых показателей при переходе от одной стадии жизненного цикла к другой. **Методологической и теоретической основой** исследования являются

современные теории финансового анализа деятельности компаний, концептуальные подходы к оценке финансового состояния, работы российских и зарубежных авторов в области определения стадий жизненного цикла организаций.

Для решения поставленных в диссертационном исследовании задач применяется инструментарий финансового и статистического анализа, теория вероятностей. Для оценки распределения данных был применен критерий Колмогорова-Смирнова. Корреляция между данными была проанализирована с помощью непараметрического критерия Спирмена. Для оценки различия между

двумя выборками был применён критерий Манна-Уитни. За основу была взята модель бинарной логистической регрессии, которая позволяет предсказать вероятность перехода компании от одной стадии жизненного цикла к другой.

**Информационная база исследования.** В качестве информационной базы для анализа и определения стадий жизненного цикла компаний использовались показатели финансовой отчетности 636 организаций России и Восточной Европы в период с 1997 г. по 2011 г., которые были взяты из базы Thomson Reuters. В случае отсутствия данных выборка дополнялась показателями финансовой отчетности, выполненной по международным стандартам и размещенной на сайтах анализируемых предприятий.

Для российских организаций данные были дополнены информацией из баз Bloomberg, VanDijk (Zephir, Amadeus, Ruslana), с сайтов , , а также из выполненной по международным стандартам консолидированной отчетности организаций.

Обработка данных проводилась с использованием программного пакета SPSS Statistics 17.0 и MS Office Excel 2007.

**Научная новизна диссертации** состоит в получении следующих

результатов:

1. Обобщены и систематизированы методологические подходы к разграничению стадий жизненного цикла компаний.
2. Обоснованы финансовые критерии определения стадии жизненного цикла, учитывающие соотношение денежных потоков от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности компании.
3. Эмпирическим путем доказано, что оптимальной стадией для выхода организаций на фондовый рынок является стадия «роста», что обеспечивает «реинкарнацию» бизнеса и переход компании на новый жизненный цикл.
4. Установлено, что компании, разместившие акции на фондовой бирже на стадии «рост», в дальнейшем имеют устойчивые денежные потоки

операционной и финансовой деятельности, что обеспечивает дальнейшее

развитие компании. 5. Разработана модель, позволяющая определить вероятность нахождения

компании на стадиях «зарождения», «роста», «зрелости».

**Теоретическое значение** представленных в работе результатов состоит в разработке модели для определения стадии жизненного цикла компании, в зависимости от соотношения денежных потоков компании по различным видам деятельности. Оценка последующей динамики развития компаний, которые выходят на фондовый рынок на стадии «рост», может быть использована для дальнейшей разработки теоретической базы в концепции жизненного цикла организации. **Практическая значимость исследования** заключается в том, что полученные результаты могут быть использованы, во-первых, менеджерами различных уровней управления для своевременного определения критических моментов функционирования организации. Во-вторых, результаты могут применяться инвесторами для того, чтобы оценить, правильно ли компания выбрала момент для выхода на фондовую биржу, и тем самым идентифицировать компанию в качестве объекта для инвестирования собственных средств. В-третьих, разработанная модель может позволить руководителям организаций выбрать наиболее эффективную систему управления в различные периоды существования компании.

**Представление результатов исследования.** Модель и результаты исследования были представлены и получили положительные отзывы на научном семинаре НИУ ВШЭ на тему: «Исследование жизненного цикла компаний России и Восточной Европы» (2012 г.), на научном семинаре Лаборатории анализа финансовых рынков НИУ ВШЭ и следующих конференциях: VIII межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка» (Россия, МГИМО 2011 г.), IX межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка» (Россия,

ММВБ, Москва, 2012 г.), X межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка» (Россия, Москва, Московская биржа, 2013 г.).

Результаты и практические аспекты исследования использовались при проведении семинарских занятий в НИУ ВШЭ по курсу «Финансовые рынки и институты» в 2011 - 2012 гг.

**Публикации.** Основные результаты и научно-практические положения диссертации опубликованы в пяти работах автора общим объемом 3 печатных листа. Из них три работы опубликованы в журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Министерства образования и науки РФ, общим объемом 1,7 п. л.

**Структура диссертации.** Диссертационное исследование составляют введение, три главы, заключение, список использованной литературы, 14 рисунков, 27 таблиц, 7 приложений.

## Соответствие источников финансирования стадиям жизненного цикла организации

С целью проведения диссертационного исследования, направленного на изучения влияния стадий жизненного цикла на эффективность IPO, прежде всего, необходимо дать определение жизненного цикла компании. Жизненный цикл – это последовательное прохождение организацией всех или только некоторых стадий ее развития или деградации, начиная с образования и заканчивая смертью. Исходя из данного определения, очевидно, что ни одна компания не заинтересована в том, чтобы пройти весь цикл до конца, так как это неминуемо приведет к смерти, то есть разрушению бизнеса. Но такой исход не является единственным и неизбежным, так как у компании существует шанс выйти на принципиально новый уровень своего развития, что позволяет избежать преждевременной смерти и продолжить дальнейшее развитие на новом этапе. Для подробного рассмотрения этого вопроса обратимся к предыдущим исследованиям, посвященным анализу жизненных циклов. Проблема жизненного цикла компаний на Западе разрабатывается уже весьма длительное время, и ей посвящено большое количество статей, которые чаще всего относятся к сфере стратегического менеджмента. Сравнение моделей жизненного цикла организаций разных авторов приводится в Приложении 1.

Разные исследователи по-разному интерпретируют данный термин, например, Л. Грейнер (1972) предложил пятиступенчатую модель жизненного цикла организации. Первая ступень - стадия креативности (Creativity stage), при которой акцент делается на производстве продукта; для системы управления характерны неформальные коммуникации и структура. Предприниматели, основавшие компанию, подавляющую часть времени проводят на работе за весьма скромное вознаграждение.

Вторая ступень – стадия директивного руководства (Direction stage). На данной стадии появляется функциональная структура компании; система бухгалтерского учета; у сотрудников компании выделяются специальные задачи; формализуются правила и политики компании.

Третья ступень – стадия делегирования (Delegation stage). Для данной стадии характерна децентрализованная структура; четкое разграничение задач каждого из сотрудников компании; появляется система мотивации труда через бонусы; руководители сталкиваются с кризисом контроля.

Четвертая ступень – стадия координации (Coordination stage) отличается долгосрочным планированием; подразделения объединяются в продуктовые группы; создаются сложные системы распределения средств.

Пятая ступень – стадия сотрудничества (Collaboration stage). На этой стадии виден бюрократизм системы управления; в компании присутствует командная работа сотрудников, которые помогают профессиональными советами руководству; поощряется проектная работа, новые идеи и критика старой системы компании.

Основные положения, выдвинутые Л. Грейнером по данному вопросу, актуальны и по сей день. Суть их можно выразить следующим образом. Любая компания, развиваясь, проходит определенные стадии, каждая из которых характеризуется различными системами управления, а также уникальными организационными структурами. Переход от одной стадии к другой носит революционный характер, так как серьезные стратегические изменения менеджмента компании встречают активное внутреннее сопротивление, что может превратить управленческие решения, выводящие организацию из кризиса на начальном этапе, в причину кризиса на следующей стадии2. Известно, что модель Л. Грейнера не подтверждена эмпирическими данными для обоснования выдвинутой гипотезы. Выявление стадий жизненного цикла происходит на теоретическом уровне.

Существует более десятка различных моделей, авторы которых стараются выделить стадии жизненного цикла в соответствии с разнообразными критериями. Большое количество исследований в этой области, пришлось на 1980-е гг., причиной этого была публикация книги Дж. Р. Кимберли, «Organizational Life Cycle» (1980).3 В результате многолетних исследований возникла необходимость систематизировать накопленные теоретические знания. В работах (Смит, Митчел и Саммэ, 1985), (Хэнкс и др., 1994) были даны сравнительные характеристики основных моделей, разработанных ко времени их публикации, а в работе И.Гупты и Д.Чина (1994 г.) – отражена ситуация, сложившаяся в этой области к середине 1990-х гг. (Гупта и Чин, 1994).4 Чаще всего в качестве количественных параметров, определяющих стадии жизненного цикла компаний учитывались такие параметры как возраст компании, размер, уровень роста выручки (Чарчилл, Льюис, 1983; Фламхольц, 1986; Галбрайт, 1982; Грейнер, 1972; Казанян, 1988; Миллер, Фризен, 1984; Скотт, Брюс, 1987; Смит, Митчел, Саммэ, 1985). И только в Pulishers, 1980. 4С. Р. Филонович «Использование моделей жизненного цикла организации в процессе организационной диагностики», 2005 г. работе Скотта и Брюса, написанной лишь в 1987 были введены такие показатели как источники финансирования, генерация денежного потока, уровень основных инвестиций, рыночная доля и др.5

Важнейший вклад в развитие теории жизненных циклов организации внес И. Адизес. Модель жизненного цикла Адизеса является одной из наиболее востребованных в современном мире. Многие компании пользуются помощью автора при определении стадии жизненного цикла, на котором находится компания в данный момент, а так же при выработке мер, способных побороть «болезни роста» компании. Автор в своей концепции предполагает, что ни объем выручки, ни возраст компании не оказывают влияния на стадию жизненного цикла. Например, нефтегазовая компания Royal Dutch Shell, которая имеет прибыль 5 млрд. долларов в год, относится к молодым компаниям, а другая компания, прибыль которой составляет всего 2 млн. долларов в год, относится к старым. И. Адизес говорит также о незначимости возраста компании при определении стадии жизненного цикла. Когда исследовалась компания, которая существовала 110 лет, оказалась, что она относится к молодым компаниям, другая же компания, существовавшая всего 5 лет, была очень старой.

## Методы определения стадий жизненного цикла организации

Рассмотрение жизненного цикла с финансовой точки зрения впервые встречается в работе Дж. Энтони и К. Рамеша «Связь между данными бухгалтерской отчетности и стоимостью акций: тестирование гипотез жизненного цикла компаний», которая была опубликована в 1992 г. Авторы предполагают, что стадии «рост», «зрелость» и «стагнация» определяются следующими детерминантами: уровнем дивидендных выплат; ростом продаж; капитальными расходами, разделенными на рыночную стоимость

Соответствие показателей и стадий жизненного цикла компаний, (Дж. Энтони и К. Рамеш 1992 г.) Показатели Жизненного цикла компаний Стадии ЖЦО Дивидендные выплаты Рост продаж Капитальныерасходы/(рыночнаястоимость собственногокапитала + балансоваястоимость долгосрочногодолга) Возраст компании Рост низкие высокий высокие молодая Зрелость средние средний средние взрослая Стагнация высокие низкий низкие старая В статье Дж. Энтони и К. Рамеша жизненный цикл компании классифицировался с помощью следующих ключевых показателей: рост выручки, изменение в капитальных затратах (САРЕХ), годовой уровень выплаты дивидендов, возраст компании.

Выборка Дж. Энтони и К. Рамеша для исследования жизненного цикла включала 3686 компаний, входящих в базу Compustat и CRSP с 1976 по 1986 г. Из выборки исключались компании финансового и страхового сектора, компании, оказывающие коммунальные услуги. Также были исключены компании, данные по которым отсутствовали за предшествующие 6 лет. Таким образом, выборку составили 1825 компаний с 14258 данными по годам.

В 2007 году Виктория Дикинсон пишет диссертацию, где предлагает определять жизненный цикл компании на основании знака трех потоков денежных средств от разных видов деятельности. Данные показатели не были представлены в исследовании Дж. Энтони и К. Рамеша, так как отчет о движении денежных средств компаний по международным стандартам был введен в 1994 году. В данном отчете раскрываются три наиболее важных для нас показателя: движение денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельностей. В диссертации В. Дикинсон тщательно проанализирована взаимосвязь жизненного цикла организации и финансовых параметров компании. Ее модель в определенной мере позволяет определить, на какой именно стадии находится в компании в изучаемый временной промежуток.

В статье В. Дикинсон «Денежный поток как показатель жизненного цикла компании» (2007 г.) выделены следующие детерминанты, которые изменяются в зависимости от перехода организацией от одной стадии к другой: чистая прибыль на акцию (EPS); стандартное отклонение квартальных данных чистой прибыли на акцию (o(EPS)); рост продаж GrSALES, который вычисляется по следующей формуле: (NetSales/laggedNetSalest.j) 7; рост чистых операционных активов — GrNOA определяется как (NOA/NOAt.j)-P, отношение рыночной стоимости акции к балансовой стоимости акции (MB); годовая доходность акций RET; стандартное отклонение доходностей акций за предыдущие 250 дней -a(RET); отношение чистого финансового долга к величине собственного капитала из обыкновенных акций (LEV); средняя рыночная BETA; эффективная ставка налога (ETR); коэффициент выплаты дивидендов - DIVPAY, который находят как отношение дивиденда по обыкновенным акциям к чистой прибыли; логарифм рыночной стоимости акции - SIZE; логарифм числа лет с того момента, как компания появилась в базе Центра по исследованию стоимости ценных бумаг (Center for Researching Security Prices, CRSP) - AGE.

Выборка включает компании, акции которых торгуются на NYSE, AMEX и NASDAQ (не включая ADR). Данные по компаниям взяты из базы Compustat. Период выборки с 1989 (когда компании впервые опубликовали отчетность о движении денежных средств по МСФО) по 2005 год. Из выборки были исключены компании с чистыми операционными активами (NOA), выручкой от продажи или рыночной стоимостью акций меньше 1 млн. долл. Компании с SIC-кодами больше, чем 9100, были тоже исключены, так как деятельность таких компаний не направлена на получение прибыли. В результате, выборку составили 47 234 наблюдений компаний за рассматриваемый период.

## Диверсификация привлеченного капитала компаний России и Восточной Европы.

Таким образом, видно, что поток денежных средств от операционной деятельности генерируется за счет продажи товаров и услуг, рентных платежей за предоставление прав, выплаты заработной платы, выплат поставщикам, уплаты налогов на прибыль. Поток денежных средств от финансовой деятельности генерируется за счет вложения собственников компании, получения и погашения кредитов, выплаты дивидендов по акциям. То есть формируется за счет деятельности, которая приводит к изменению структуры капитала. Поток денежных средств от инвестиционной деятельности формируется за счет вложения средств во внеоборотные активы и вложения денежных средств в долгосрочные финансовые инструменты.

Разграничение стадий жизненного цикла на основе соотношения денежных потоков позволяет однозначно определить, на каком этапе жизненного цикла находилась компания в момент выхода на IPO, чтобы в дальнейшем оценить эффективность преобразования компании в публичную в зависимости от стадии жизненного цикла.

В общем случае первичное размещение акций предприятия по открытой подписке (Initial Public Offering — IPO) представляет собой процедуру их реализации на рынке с целью привлечения капитала от широкого круга инвесторов. До проведения IPO акции компании на бирже не обращались. В России понятие IPO имеет более широкое значение и в него согласно Федеральному закону от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» часто включают не только первичные, но и вообще всякие размещения акций на бирже, например: SPO (Secondary Public Offering) — публичная продажа крупного пакета акций действующим акционером. При таком размещении средства от продажи акций попадают не в компанию, а продающему свой пакет акционеру; PPO (Primary Public Offering) - дополнительное публичное размещение компанией акций на фондовом рынке. Акции компании уже торгуются на бирже; DPO (Direct Public Offering) - прямое публичное размещение на фондовом рынке ранее выпущенных акций путем дополнительной эмиссии акций без участия финансовых посредников; PO (Private Offering) — частное размещение акций среди узкого круга отобранных инвесторов с последующим размещением на бирже.

Если рассматривать IPO как источник финансирования, то эмитент наиболее заинтересован в том, чтобы цена размещения была как можно выше. Чем выше эта цена, тем больше размер денежного эквивалента, который напрямую (при размещении акций основных акционеров) или косвенно (при размещении дополнительного выпуска акций) получают действующие акционеры компании в обмен на сокращение своей доли в капитале. Чем больше компания сможет привлечь денежных средств через IPO, тем больше она сможет направить на развитие и реализацию новой бизнес-идеи.

Для компании важно, чтобы новые акционеры после того, как приобрели акции компании на рынке, не разочаровались в компании и не выставили акции на продажу, так как массированная продажа приведет к снижению стоимости компании. Для компании, которая имеет хорошую репутацию, очень важно в дальнейшем следить за своими котировками, чтобы не потерять капитализацию. Таким образом, нужна грамотная стратегия использования публичного рынка, которая даст компании неоспоримые преимущества в развитии, позволит реализовать крупные инвестиционные проекты, модернизировать производство, выведет компанию на новый уровень развития. Для выхода на мировые рынки капитализация играет немаловажную роль, позволяя не только оценивать игрока, но и привлекать крупные заемные средства.

IPO как источник финансирования на российском рынке — пока еще новый инструмент. Эффективность IPO, как правило, рассматривается с точки зрения доходности акций, которая получена с момента прохождения процедуры листинга компании на бирже и началом торгов. Многие исследователи анализируют такой показатель, как недооценка акций первого дня торгов и в дальнейшем рассматривают с помощью этого показателя эффективность проведенного IPO. Недооценка акций при закрытии первого дня торгов основана на предпосылке о симметрии информации.

## Сравнение средних значений основных финансовых показателей предприятий для разных стадий жизненного цикла

В рамках данного исследования необходимо определить какие финансовые коэффициенты являются значимыми на разных стадиях жизненного цикла организации, как эти коэффициенты изменяются при переходе компании от одной стадии к другой. Стадия жизненного цикла может быть определена по данным финансовой отчетности компании.

Для определения ключевых финансовых показателей с использованием статистических данных используется метод бинарной логистической регрессии.

Чтобы выбрать коэффициенты, которые могут выступать в качестве регрессоров в регрессии, необходимо было выявить те финансовые показатели, значения которых значимо различаются в полученных группах компаний. Средствами, используемыми для решения этой задачи, были выбраны тест Колмогорова — Смирнова, анализ корреляций (тест Спирмена), тест сравнения средних значений выборки (тест Манна — Уитни).

Зависимыми переменными выступают стадии жизненного цикла, которые определялись на основе модифицированной концепции, полученной в результате исследования работ И.В. Ивашковской, В.Дикинсон и У.С. Брювер, У.Хаммана. Определение стадии жизненного цикла по «знаку» потока денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности показано в таблице 7 первой главы данной диссертации. Всего анализируются четыре стадии жизненного цикла организации: «зарождение», «рост», «зрелость» и «спад». Эти стадии были разделены на пары для того, чтобы оценить вероятность перехода от одной стадии к другой. Поэтому были образованы следующие пары рассматриваемых стадий жизненного цикла организации: «зарождение — рост», «рост — зрелость» и «зрелость — спад».

Независимыми переменными выступают относительные показатели, характеризующие финансово-хозяйственную деятельность компаний.

Первоначально в анализ были включены параметры, которые использовались в исследованиях зарубежными авторами: темп роста продаж, изменение капитальных затрат, коэффициент рыночный коэффициент бэтта, отношение рыночной стоимости акции к балансовой стоимости акции и др. При построении регрессии эти показатели оказались незначимы для компаний России и Восточной Европы.

В итоге в качестве независимых переменных были выбраны следующие показатели35: операционный анализ: 1. натуральный логарифм выручки (LnSales), 2. отношение чистой прибыли к выручке компании (PM) 3. отношение капитальных расходов к выручке (CapextoSales) 4. отношение потока денежных средств от операционной деятельности к выручке (CashFlowtoSales) управление активами: 5. коэффициент оборачиваемости активов (AssetsTurnover) 6. длительность оборота дебиторской задолженности (AccRtoRev), 35 В.П. Савчук «Финансовый анализ деятельности предприятия (международные подходы)», Журнал «Корпоративный менеджмент», 2002 г., В.В. Ковалев «Финансовый анализ: методы и процедуры», Москва: «Финансы и Статистика», 2002 г. 101 7. длительность оборота кредиторской задолженности (AccPtoRev), 8. длительность оборота денежных средств (CashtoRev), показатели ликвидности: 9. коэффициент абсолютной ликвидности (Cashratio), 10. коэффициент срочной ликвидности (Quickratio), 11. коэффициент текущей ликвидности (CurrentRatio) показатели рентабельности: 12. коэффициент рентабельности активов (ROA), 13. коэффициент рентабельности собственного капитала(ROE), 14. коэффициент рентабельности инвестированного капитала (ROIC), 15. коэффициент рентабельности вложенного капитала (ROCE), рыночные показатели: 16. прибыль на акцию (EPS), 17. показатель выплаты дивидендов на акцию (DividendperShare) 18. эффективная ставка налога (IncomeTaxRate), 19. годовая доходность акции компании (TotalReturn\_1YearPercentChange), показатели структуры капитала: 20. отношение общего долга к собственному капиталу компании(TDtoE), 21. финансовый левередж (FL), 22. отношение общего долга к EBITDA (TDtoEBITDA), 23. отношение собственного капитала к общим активам компании (EtoTA), 24. отношение общего долга к общим активам (TDtoTA), 25. отношение долгосрочных обязательств к общим активам (LTDtoTA) 102 26. отношение краткосрочных обязательств к общим активам (STDtoTA)

Дополнительно в анализ были включены ряд нефинансовых показателей – это возраст компании (Age) и количество работников компании (Emp).

Анализируемая выборка включает в себя 581 компанию России и Восточной Европы в период с 1997 по 2011 года, которые были взяты из базы Thomson Reuters. Несмотря на дополнение полученных показателей из базы Thomson данными финансовой отчетности, публикуемой на сайтах компании, полную информацию по всем компаниям найти не удалось, что привело к несбалансированной панели данных. Все данные указаны в млн. долл. США.