

Птицын А.В.

Реализация стратегии роста на основе управления проектом IPO

Часто первичное публичное размещение акций (IPO) рассматривают только как источник капитала, но не прослеживают долгосрочный эффект от его использования и не рассматривают его с позиции стратегического менеджмента и управления ростом компании. Первичное публичное размещение акций является **стратегическим проектом компании**, так как оно оказывает влияние на дальнейшую стратегию роста компании, которая может стать более амбициозной, ориентированной на реализацию инвестиционных проектов. В связи с усилением конкурентного положения компания может рассчитывать на завоевание новых рынков. IPO можно назвать проектом, так как оно имеет достаточно четкие временные рамки и, как правило, не носит регулярный характер.

Следует отметить, что понятие стратегии также неоднозначно. Только один М. Портер, представитель классической школы теории управления, предложил несколько определений этого термина: «Стратегия – это создание уникальной и выгодной позиции, включающей ряд направлений деятельности», «стратегия – это отказ от некоторых видов деятельности», «стратегия определяется решениями о том, что компания не намерена осуществлять». М. Портер предлагает и другое определение: «стратегия – это согласование выбранных направлений деятельности»¹. Данные общие подходы к понятию «стратегия» позволяют вывести «сфокусированные» виды стратегий, например, стратегии роста, ориентированные на управление ростом: увеличение стоимости компании, ее прибыли, обеспечение сбалансированности и т.д.

Необходимыми задачами любой стратегии роста являются выбор инструментов реализации стратегии роста (например, сбалансированная система показателей, построение дерева ROE), определение сроков реализации стратегии, формирование команды исполнителей (рис. 1).

Стрелки показывают характер зависимостей между обозначенными блоками. Из рис. 1 следует, что управление проектом IPO может быть одной из задач реализации стратегии роста. Если IPO выбран как механизм управления ростом, то он влияет практически на все задачи реализации стратегии роста: на выбор инструментов, формирование команды исполнителей, адаптацию корпоративной культуры. Необходимо отметить, что управление ростом, на наш взгляд, это более широкое понятие, чем реализация стратегии роста, и может включать другие направления, например, обеспечение сбалансированных темпов роста продаж или уменьшение стоимости капитала. Первичное публичное размещение *не всегда* является задачей реализации стратегии роста, иногда оно используется исключительно как средство реструктуризации пассивов.

Рассмотрим **основные стратегии роста**, чтобы определить, как связано IPO со стратегией роста. Необходимо уточнить, что не все приведенные ниже стратегии предполагают рост стоимости компании, например, стратегия диверсификации может уменьшить риски компании, но и уменьшить предполагаемую совокупную стоимость бизнеса.

Наиболее распространенная «стратегическая» модель управления ростом предполагает разделение стратегий на органические и неорганические. Одним из современных авторов, который обобщил эту концепцию в начале XXI века, является Л. Чари. Как правило, под органическим ростом компании понимается ее рост за счет

¹ Porter M.E. What is Strategy? // Harvard Business Review. 1996. November-December. P. 62.

увеличения производства и продаж². Неорганический рост – это рост компании с помощью слияний и поглощений. Ниже на рис. 2 представлена классификация типовых стратегий органического и неорганического роста.



Рис. 1. Взаимосвязь управления IPO и реализации стратегии роста

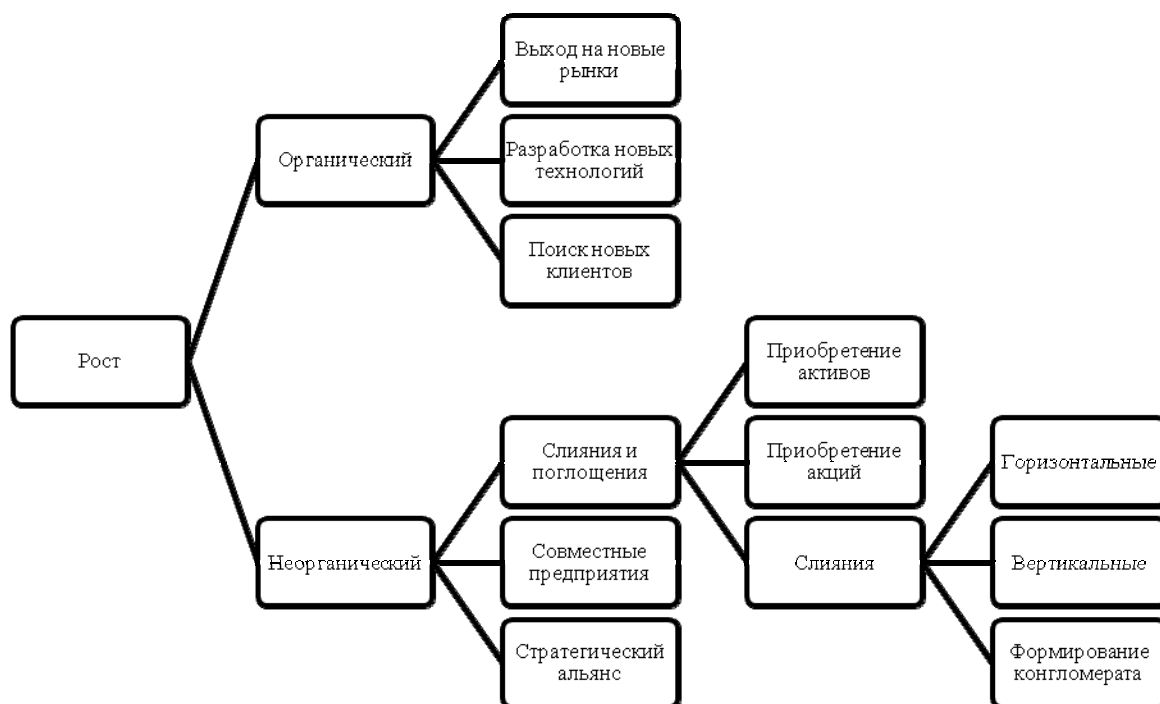


Рис. 2. Классификация стратегий органического и неорганического роста³

² См. например: Hess E., Kazanjian R. The Road to Organic Growth: How Great Companies Consistently Grow Marketshare from Within. N.-Y, 2006.

³ Источник: Chari L. Inorganic growth strategies: An empirical analysis of who benefits from them?

По нашему мнению, данное представление является неполным. Например, дробления (дивести́рование, расщепление компании, отпочкование, отделение, разделение) могут рассматриваться как стратегия неорганического роста, так как, допустим, продажа низкорентабельных подразделений может способствовать дальнейшему росту стоимости компании.

Среди основных стратегий органического роста обычно выделяются: выход на новые рынки, разработка новых технологий и поиск новых клиентов. Э. Хесс исследовал более детально возможности органического роста и выделил следующие его направления⁴:

- разработка платформы для роста. Э. Хесс определяет платформу для роста как совокупность продуктов и услуг, предлагаемых клиентам;
- рост через географическую экспансию – это выход компании на новые географические рынки. Как правило, географическая экспансия предполагает выпуск уже существующих продуктов на новые рынки. В то же время, выход на новые рынки может включать некоторые изменения продуктов компании;
- разработка инновационных продуктов и услуг. Инновации позволяют компании занять выгодное положение на рынке;
- эффективное использование технологий. Компании необходимо отслеживать появление новых технологий, которые могут повысить конкурентоспособность фирмы.

В соответствии с подходом Э. Хесса, использование платформ для роста предполагает осуществление следующих шагов:

- изучение потребностей клиентов;
- определение существующих и потенциальных возможностей для роста;
- поиск возможностей на пересечении потребностей рынка и внутренних ресурсов;
- инвестиции в инновации.

Другой исследователь, А. Карниеро⁵, выделяет следующие стратегии органического роста:

- увеличение числа рынков, на которых функционирует компания;
- увеличение ассортимента продукции;
- ускорение инновационных процессов в компании;
- повышение уровня интеграции технологий.

Таким образом, перечисленные авторы рассматривают органические стратегии с разных точек зрения: Э. Хесс уделяет больше внимания таким стратегиям как рост через географическую экспансию и эффективное использование технологий, а А. Карниеро – через увеличение ассортимента продукции и числа рынков, на которых функционирует компания.

Авторы сборника Harvard Business Review «Стратегии роста»⁶ Ч. Ким и Р. Моборн рассматривают следующие органические стратегии роста, которым может следовать компания:

- стратегия ориентации на инновации. Авторы предлагают инновации по трем направлениям: продукт, обслуживание продукта (гарантии, услуги клиентам) и предоставление продукта (логистика и способ доставки продукта клиентам);
- стратегия предоставления дополнительных услуг. Менеджеры должны проанализировать услуги компании и принять решение, какие услуги предлагать в

⁴ Hess E., Kazanjian R. The Road to Organic Growth: How Great Companies Consistently Grow Marketshare from Within. N.-Y, 2006.

⁵ Stalk G., Pecaut D., Burnett B. On strategies for growth // Harvard Business Review. Boston, 1998. P. 45.

⁶ Ibid. P. 72.

стандартной комплектации, а какие как дополнительные.

Обобщая взгляды Э. Хесса, А. Карниеро, Ч. Кима и Р. Моборна на органические стратегии роста, можно резюмировать, что каждый из авторов рассматривает свой набор органических стратегий роста. Выбор стратегии роста зависит от ряда факторов, к которым мы относим понимание цели компании, отрасль, в которой она функционирует, особенности конкуренции на рынке, глубина спроса на товары и услуги компании и другие факторы.

Стратегии неорганического роста также могут принести значительные выгоды компании. Обычно аналитики отмечают их следующие преимущества: синергетические эффекты, реализация скрытых и выявление новых стратегических возможностей.

По данным исследовательской группы Thomson Financial, в мире наблюдается рост числа и объемов слияний и поглощений за последние 20 лет. В 2007 году объем слияний и поглощений в мире составил \$4,38 трлн., что больше на 21%, чем в 2006 году⁷. В 2008 году произошел их резкий спад, обусловленный финансово-экономическим кризисом.

Стратегии неорганического роста, предполагающие рост через слияния и поглощения, рассматриваются многими авторами как связанные с высоким риском. Существуют примеры, когда непроработанная стратегия неорганического роста приводила к падению стоимости предприятия: например, поглощение банком RoyalBankofScotland банка ABNAMRO в 2007 году, которое привело к убыткам и падению стоимости RBS.

Как правило, изучение неорганического роста ограничивается рассмотрением слияний и поглощений. Однако в мировой практике достаточно распространен механизм формирования стратегического альянса, который представляет собой партнерство между фирмами, в котором ресурсы, способности и стержневые компетенции фирм объединяются для достижения наилучшего результата. Некоторые авторы придерживаются точки зрения, что стратегические альянсы относятся к стратегиям органического роста, так как при этом не происходит перехода права собственности от одного владельца другому, но нам представляется, что их логичнее все-таки относить к неорганическим стратегиям: стратегические альянсы предполагают объединение активов – материальных, нематериальных, финансовых и трудовых.

Стратегический альянс может принимать различные формы, такие как:

- совместные предприятия;
- совместное производство;
- научные исследования;
- совместный маркетинг;
- лицензионные соглашения.

Еще одним механизмом внешнего роста является формирование холдинговых групп. Холдинговая компания, как правило, не осуществляет производственной деятельности, но осуществляет контроль над дочерними структурами через владение контрольным пакетом акций.

В литературе обычно приводятся следующие преимущества холдингов:

- снижение издержек;
- завоевание новых рынков;
- снижение рисков;
- оптимизация налогообложения
- возможность финансовой поддержки;

⁷ M&A Deals Hit Record \$1.57 Trillion in 2007. NewYorktimes. [Электронный ресурс] Url: <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2007/12/21/ma-deals-hit-record-157-trillion-in-2007/> (дата обращения 20.04.2010).

- возможность широкого использования финансового леведреджа.

И. Ансофф в работе 1988 года предложил матрицу стратегий роста, в соответствии с которой выделяются четыре основные стратегии роста, представленные в табл. 1.1. По нашему мнению, матрица И. Ансоффа является достаточно удобным инструментом управления ростом, так как позволяет выбрать адекватную стратегию роста.

Таблица 1. Матрица И. Ансоффа⁸

Товар \ Вид рынка	Старый рынок	Новый рынок
Старый товар	Совершенствование деятельности	Стратегия развития рынка
Новый товар	Товарная экспансия	Диверсификация

Тем не менее, матрица И. Ансоффа не лишена недостатков. В первую очередь, одной матрицы недостаточно для разработки стратегии роста, и необходимо использовать другие методики. Кроме того, матрица И. Ансоффа существенно упрощает структуру рынка и не позволяет учитывать все его особенности.

При стратегии совершенствования деятельности компании И. Ансоффом рекомендуется обратить внимание на мероприятия маркетинга для имеющихся товаров на существующих рынках: провести изучение целевого рынка предприятия, разработать мероприятия по продвижению продукции и увеличению эффективности деятельности на существующем рынке.

Товарная экспансия, рассматриваемая И. Ансоффом, – это стратегия по разработке новых или совершенствованию существующих товаров с целью увеличения продаж. Компания может осуществлять такую стратегию на уже известном рынке, находя и заполняя рыночные ниши. Доход в данном случае обеспечивается за счет сохранения доли на рынке в будущем. Такая стратегия наиболее предпочтительна с точки зрения минимизации риска, поскольку компания действует на знакомом рынке.

По мнению И. Ансоффа, стратегия развития рынка направлена на поиск нового рынка или сегмента рынка для уже освоенных товаров. Доход обеспечивается благодаря расширению рынка сбыта в пределах географического региона или вне его. Такая стратегия связана со значительными затратами и более рискованна, чем обе предыдущие, но более доходна.

Стратегия диверсификации предполагает разработку новых видов продукции одновременно с освоением новых рынков. При этом товары могут быть новыми для всех компаний, работающих на целевом рынке, или только для данного хозяйствующего субъекта. Такая стратегия обеспечивает прибыль, стабильность и устойчивость компании в отдаленном будущем, но она является наиболее рискованной и дорогостоящей.

К. Маркидес⁹ рассматривает диверсификацию с несколько другой стороны: он считает, что ключевым фактором успеха стратегий диверсификации является наличие у компании стратегических активов, под которыми он понимает конкурентные преимущества фирмы на рынке. Когда компания принимает решение о диверсификации, ей необходимо оценить, какие стратегические активы у нее есть для этого. К. Маркидес предполагает, что если при диверсификации компания вырабатывает «новые правила игры» на рынке, это позволяет ей завоевать долю на рынке и сделать предыдущие стратегические активы устаревшими. Следует отметить,

⁸ Источник: *Ansoff I. Corporate Strategy, Revised edition. McGraw-Hill, USA. Penguin Books, London, 1965.*

⁹ *Stalk G., Pecaut D., Burnett B. On strategies for growth...*

что если у компании не хватает стратегических активов, они могут быть приобретены, и в этом случае данная стратегия диверсификации приобретает элементы неорганического роста.

В конце XX века А. Пехрсон предложил модель стратегических состояний,¹⁰ в которой использованы две переменные: глубина проникновения на рынок и степень дифференциации продуктов. Глубина проникновения на рынок отражает, в скольких сегментах рынка компания функционирует. Возможны следующие стратегии роста в зависимости от значения данной переменной:

- сегментация;
- дивергенция.

Концентрация означает проникновение на рынок с меньшим числом сегментов и соответственно увеличение значения каждого отдельного сегмента. Если компания выбирает стратегию дивергенции, то тогда зависимость компании от каждого сегмента уменьшается.

Степень дифференциации продуктов предполагает две стратегии роста:

- стандартизация. При данной стратегии компания реализует для каждого сегмента рынка сходные продукты и услуги;
- дифференциация. В этом случае компания существенно изменяет продукты и услуги для каждого сегмента.

На рис. 3 представлена модель управления ростом, предложенная А. Пехрсоном.

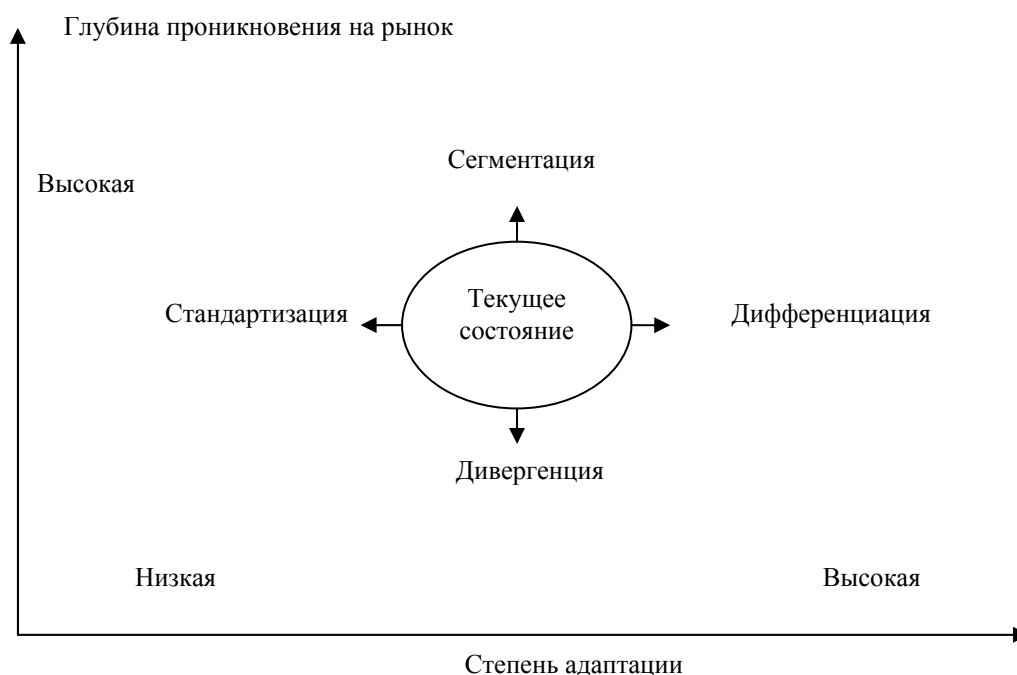


Рис. 3. Модель стратегических состояний А. Пехрсона¹¹

Используя концепцию управления ростом А. Пехрсона, компания может выработать стратегию, которая будет соответствовать ее возможностям, и завоевать

¹⁰ Carneiro A., Pehrsson A., Jonash R. Focus on growth / Ed. P. Coate. Emerald Group Publishing Limited, 2006.

¹¹ Источник: Carneiro A., Pehrsson A., Jonash R. Focus on growth / Ed. P. Coate. Emerald Group Publishing Limited, 2006.

конкурентное положение на рынке. К сожалению, матрица А. Пехрсона не учитывает влияния стратегии на стоимость компании. Как нам представляется, это может стать предметом отдельного исследования.

Дальше рассмотрены **факторы, определяющие возможности роста компании на основе IPO**. По нашему мнению, внутренние факторы целесообразно сгруппировать по основным блокам: организация управления, финансы, производство, используемая бизнес-модель, человеческий капитал, маркетинг и связи с общественностью (табл. 2).

Таблица 2. Внутренние факторы роста компании

1) Организация управления Стратегия роста Организационная структура Тип управления (авторитарный, демократический) Корпоративная культура Система организационных коммуникаций Система мотивации и вознаграждения работников Модель корпоративного центра Юридическая структура Психологические факторы (склонность к риску, амбиции менеджеров, готовность к увеличению транспарентности) Структура владения	2) Финансы Величина и структура затрат компании Потребность в дополнительном финансировании Система управления капиталом (в т.ч. издержки IPO) Система управленческого и бухгалтерского учета на предприятии Реализация на предприятии стоимостного подхода Фундаментальные показатели Наличие кредитного рейтинга Переоценненность/недооценненность компании
3) Производство Используемые технологии Производственные мощности Логистика на предприятии Местонахождение предприятия Нематериальные активы (в том числе, закрепляемые патентами)	4) Бизнес-модель организации Масштабируемость бизнеса Возможности расширения рынка Наличие сдерживающих факторов Возможность ведения международной деятельности Транзакционные издержки Отраслевые особенности Возможность капитализации инвестиций Размер компании
5) Человеческий капитал Число, заработная плата и удовлетворенность сотрудников Квалификация сотрудников и топ-менеджеров Производительность труда Текучесть кадров Показатель ROI человеческого капитала ¹²	6) Маркетинг и связи с общественностью Доля занимаемого рынка Рыночная ниша (удачная/неудачная) Степень диверсификации бизнеса Репутация компании Реклама Надежные каналы сбыта

В пункт «стратегия роста» мы включаем выбранную компанией стратегией роста: например, это может быть стратегия органического или неорганического роста. Выбранная стратегия роста может оказывать значительное влияние на стоимость компании, так как именно стратегия определяет, за счет каких ресурсов обеспечивается рост. Как правило, стратегия органического роста не предполагает проведение IPO. Напротив, стратегия неорганического роста требует привлечения значительных финансовых ресурсов, поэтому логично проведение IPO. Правильно выработанная

¹² См. пример расчета: *Fitz-enz J. The ROI of human capital: measuring the economic value of employee performance. New York, 2000.*

стратегия является необходимым условием проведения успешного IPO. В то же время IPO также оказывает влияние на стратегию роста.

Примером того, как стратегия влияет на рост компании и результаты IPO, является компания DuPont, которая разработала стратегию устойчивого роста, включающую 3 основных компонента¹³:

- повышение производительности;
- интенсивность знания;
- интегрированная наука.

Эта стратегия позволила компании DuPont оставаться долгое время одной из наиболее успешных в мире с точки зрения роста: она существует с 1802 года и неоднократно удачно адаптировалась к внешней среде, в частности, благодаря преобразованию в публичную.

Следует отметить, что важным фактором роста компании на основе IPO является структура владения компании. Например, если до IPO в структуру собственников входил венчурный капиталист, это увеличивает шансы проведения успешного IPO. Многие исследователи указывают на то, что IPO, проведенные при поддержке венчурного капиталиста были менее недооцененными, чем обычные IPO¹⁴. В структуре владельцев предприятия, выходящего на IPO, можно выделить следующие стороны:

- предприниматель
- венчурный капиталист
- миноритарный акционер
- рейдер – может быть заинтересован получить контроль над компанией после выхода из бизнеса венчурного капиталиста.

У рассмотренных сторон могут быть различные стратегии. Возможен следующий конфликт: венчурный капиталист настаивает на проведении IPO, а предприниматель ориентируется на органический рост. Или, например, венчурный капиталист может быть заинтересован выйти из бизнеса после проведения IPO, зафиксировав свой доход, а предприниматель – сохранить контроль над бизнесом, что также приводит к агентскому конфликту. Подобная ситуация наблюдалась в компании «Норильский никель». На наш взгляд, условием успешного роста компании на основе IPO является совпадение стратегических интересов собственников компании – все они должны быть ориентированы на рост фундаментальной стоимости компании.

Организации с определенным типом управления, например, организации, где доминирует авторитарный тип управления, вряд ли могут рассчитывать на успешное IPO, так как статус публичной компании требует участие в процессе принятия решения различных стейкхолдеров, в том числе новых акционеров.

Одним из ключевых факторов роста компании в современном бизнесе является **создание нематериальных активов**. Например, наш расчет для компании «Синезис» показал, что компании необходимо инвестировать в НИОКР при условии, что это с вероятностью не менее 85% приводит к созданию нематериальных активов, рыночная стоимость которых превысит затраты на их создание и которые увеличивают дисконтированную EVA при ставке дисконтирования не менее 30%. Это позволит в будущем получить венчурное финансирование и провести успешное IPO. Венчурное финансирование способствует успешному росту на основе IPO, так как венчурный капиталист в целом повышает качество корпоративного управления.

Дальше обоснуем **зависимость между IPO и ростом стоимости компании**. Рост стоимости (особенно перспективы увеличения стоимости после размещения) компании

¹³ Holliday C. Sustain able growth, the Du Pont Way // Harvard Business review. 2001.

¹⁴ Boot A.W.A., Gopalan R., Thakor A.V. The Entrepreneur's Choice Between Private and Public Ownership // The Journal of Finance. 61 (2). 2006. P. 803–836.

являются главным следствием успешного IPO, так как IPO открывает новые возможности для роста компании. В то же время, учитывая то, что на IPO выходят успешные компании, можно сказать, что IPO – следствие роста стоимости компании. Таким образом, можно сказать, что выход на IPO и рост стоимости – это зависимые характеристики.

Следует отметить, что первичное публичное размещение акций может оказывать и негативное влияние на рост компании за счет увеличения стоимости капитала, размывания собственного капитала компании, уменьшения показателя дохода на 1 акцию (EPS) и ухудшения показателей рентабельности (например, в связи с неудачными инвестициями). После привлечения средств у компании может не оказаться выгодных проектов, и средства будут использованы на текущие расходы или для реструктуризации пассивов. Первичное публичное размещение является инструментом, с помощью которого компания может ускорить свой рост, но в то же время он создает определенные риски. Рост компании, как и экономический рост, является нелинейным процессом, что подтверждается теорией жизненного цикла компании: возможно ускорение, замедление роста, а также падение стоимости компании. Это обусловлено влиянием множества факторов на изменение стоимости. Одной из его особенностей является «скачкообразность». Данное положение может быть обосновано, если посмотреть на график динамики рыночной стоимости любой компании.

Проведение IPO предполагает существенные изменения в **стратегическом управлении**. Основные изменения отражены нами в табл. 3.1. Следует отметить, что перечисленные свойства не являются *универсальными особенностями*, и могут быть исключения.

Таблица 3. Корпоративное управление частной и публичной компаниями

Критерий	Частная компания	Публичная компания
Число владельцев	Небольшое, как правило, 1–10 чел.	Неограниченное
Управляющий орган	Как правило, руководитель предприятия	Совет директоров или другой управляющий орган
Система бухгалтерского учета	Как правило, закрытая для внешних пользователей.	Открытая, отчетность размещается на сайте.
Стратегия роста	Чаще всего, стратегия роста до 1 года	Распространено принятие долгосрочной стратегии роста на 5–10 лет
Доступ к финансовым ресурсам	Достаточно ограниченный (нет доступа к фондовому рынку)	Имеет возможность размещать акции через открытую подписку
Информационные потоки	Закрытая система	Прозрачные, открытые для внешних пользователей
Управление качеством	Чаще всего внутренняя система без применения международных стандартов	Распространено применение международных стандартов качества ISO
Аудит	Как правило, только внутренний аудит	Как правило, внешний и внутренний аудит
Финансовые показатели	Так как многие компании на стадии роста, то показатели рентабельности могут быть отрицательными, дефицит финансовых ресурсов.	Как правило, стабильный денежный поток
Финансовая отчетность	МСФО для малого и среднего бизнеса	МСФО для публичных компаний

Обобщая табл. 3, следует отметить, что в компании в ходе проведения IPO происходят стратегические изменения, корпоративное управление становится более многомерным, то есть, ориентированным на множество стейкхолдеров. В частной компании, как правило, все управление сфокусировано на удовлетворение интересов нескольких владельцев. Законодательство требует более полную отчетность: частная компания может ограничиться МСФО для малого и среднего бизнеса, которое более простое в использовании. В связи с проведением IPO могут возрасти затраты на корпоративное управление, система управления может стать менее управляемой в связи с ее усложнением и укрупнением.

Таким образом, реализация любой стратегии – и органического, и неорганического роста, требует привлечения капитала. Для достаточно крупных компаний, рассчитывающих на ускоренный рост, таким источником капитала может быть IPO. При этом IPO влияет и на другие задачи реализации стратегии роста: мотивацию персонала, формирование команды исполнителей и т.д.

Список литературы:

1. Коуз Р. Природа фирмы // Коуз Р. Фирма, рынок и право. М., 2003.
2. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями. М.: ГУ ВШЭ, 2000.
3. Том Н. Управление изменениями // Проблемы теории и практики управления. 1998. № 1. С. 68–74.
4. Томпсон А.А., Стрикленд III А.Дж. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации. М.: ИНФРА-М, 2000.
5. Draho J. The IPO decision : Why and how companies go public // Edward Elgar. 2004.
6. Penrose E. T. The Theory of the Growth of the Firm. Oxford, UK: Oxford University Press. 1959.
7. Porter M.E. What is Strategy? // Harvard Business Review. 1996. November-December. P. 62.
8. Sherman A.J. Raising capital: Get the money you need to grow your business. 2-nd ed. New York: Amacom. 2005.