

РОССИЙСКОЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО
Том 20 • Номер 1 • январь 2019
ISSN 1994-6937
Russian Journal of Entrepreneurship

издательство
Креативная экономика

Оценка доходности фондов прямых частных инвестиций в современных зарубежных эконометрических подходах

Мусатова М.М. [1]

[1] Институт экономики и организации промышленного производства Сибирского отделения РАН, Новосибирск, Россия

АННОТАЦИЯ:

В статье анализируются сложившиеся в последние десятилетия зарубежные подходы к оценке доходности прямых частных инвестиций на основе эконометрического моделирования. Стремительный рост мировой индустрии прямых частных инвестиций (private equity, PE) стал сталкиваться с завышенной оценкой будущих доходов, с замедлением доходности растущих фондов прямых частных инвестиций, с необходимостью полностью задействовать конкурентные преимущества этого вида инвестиций и т.д. В статье рассмотрены недостатки использования традиционных показателей финансового менеджмента для оценки доходности PE, приведены противоположные точки зрения на взаимосвязь доходности и масштабов роста фондов прямых частных инвестиций и их аргументация, систематизированы преимущества ведения операционного менеджмента в непубличных компаниях менеджерами PE, обеспечивающего более высокую доходность по сравнению с франчайзинговыми схемами ведения бизнеса в сфере, ориентированной на массового потребителя услуг. Критический анализ этих подходов представляется, безусловно, актуальным на фоне намечающегося восстановления индустрии PE в России. Завершение рецессии, стабилизация цен на нефть и адаптация российской экономики к санкционному режиму усиливают интересы инвесторов к российским активам непубличных компаний. По мнению автора, на этом позитивном фоне российским PE необходимо представлять тенденции доходности на развитых рынках PE с историей и огромным опытом работы, выявленных с помощью эконометрического моделирования.

ФИНАНСИРОВАНИЕ. Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 17-02-00016-ОГН

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: фонды частных прямых инвестиций (private equity funds, PEF), доходность, эффект масштаба, инвестиционные проекты, эконометрическое моделирование.

Evaluation of the profitability of private equity funds in modern foreign econometric approaches

Musatova M.M. [1]

[1] Institute of Economics and Industrial Engineering, Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Russia

Введение

К настоящему времени в России практически созданы базовые институты инновационной экономики. Для инновационного прорыва в стране выделяются беспрецедентно большие средства из федерального бюджета, однако вопрос о привлечении прямых частных инвестиций

(PE) в национальные проекты по-прежнему стоит остро и требует безотлагательного решения.

При принятии решений о вхождении в тот или иной проект частными инвесторами (LPs) всегда во внимание принимается его ожидаемая доходность. *Формирование релевантной оценки доходности деятельности фондов прямых частных инвестиций (PEF) происходит в специфических условиях:*

– привлечения финансовых ресурсов страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов в программах соинвестирования средств в портфельные компании совместно с *PEF*, возможного участия банков в капитале *PEF*;

– значительного числа одновременных или пошаговых, ступенчатых инвестиционных проектов для целевых непубличных компаний;

– фандрейзинга, инвестирования средств *PEF* в непубличные целевые компании в разные временные периоды и неравнозначными объемами инвестиционных ресурсов и т.д.

ABSTRACT:

The article analyzes the foreign approaches to the assessment of the profitability of private direct investment on the basis of econometric modeling that have developed in recent decades. The rapid growth of the global private direct investment industry (private equity, PE) began to face an overestimation of future revenues, a slowdown in the profitability of growing private direct investment funds, the need to fully exploit the competitive advantages of this type of investment, etc. The article considers the shortcomings of the use of traditional indicators of financial management to assess the profitability of PE, presents opposite points of view and their arguments on the relationship of profitability and the scale of growth of private equity funds, systematized the advantages of operating management in non-public companies by managers of PE, providing a higher yield compared to franchise schemes of doing business in the field, focused on the mass consumer of services. The critical analysis of these approaches is certainly relevant against the background of the planned recovery of the PE industry in Russia. The end of the recession, the stabilization of oil prices and the adaptation of the Russian economy to the sanctions regime strengthen investors' interests in Russian assets of non-public companies. It seems that against this positive background, Russian RE needs to present trends in profitability in developed RE markets with a history and vast experience, identified by econometric modeling.

KEYWORDS: private equity funds, profitability, economies of scale, investment projects, econometric modeling

JEL Classification: C10, C19, G34 **Received: 18.12.2018 / Published: 31.01.2019**

© Author(s) / Publication: CREATIVE ECONOMY Publishers
For correspondence: Musatova M.M. (maria.musatova@gmail.com)

CITATION:

Musatova M.M. (2019) Otsenka dokhodnosti fondov pryamyh chastnyh investitsiy v sovremennyh zarubezhnyh ekonometricheskikh podkhodakh [Evaluation of the profitability of private equity funds in modern foreign econometric approaches]. Rossiyskoe predprinimatelstvo. 20. (1). – 415-430. doi: 10.18334/rp.20.1.39711

Целью данной работы является выявление особенностей в поведении доходности на развитых рынках PE на основе обзора современных эконометрических исследований. В последнее десятилетие доходность *PEF* объективно анализируется в различных аспектах и проекциях. Среди них: сравнительный анализ эффективности PE при использовании традиционных и модифицированных показателей доходности; оценка влияния размера *PEF* на его доходность; сопоставление доходности PE и альтернативных форм инвестирования – франчайзинговой системы и др.

Научная новизна статьи заключается в выявлении эмпирической реальности доходности PEF на траектории их значительного роста в XXI веке, отличающейся от устоявшегося теоретического формата. На фоне активного развития российских *PEF* в последние два года композитная оценка анализа доходности *PEF* в зарубежной практике приобретает важное для отечественных инвесторов значение.

Оценка эффективности фондов прямых инвестиций в эконометрических исследованиях

Показатели эффективности и результативности управляющих целевых компаний, поддерживаемых фондом прямых инвестиций, являются основными индикаторами успешности их деятельности. На стадии выхода из инвестиций необходимо, помимо стоимостной оценки активов фонда и управляющей компании, провести анализ таких показателей эффективности *PEF,* как внутренняя ставка доходности (IRR), взвешенная по времени ставка доходности (TWR), отношение суммарной величины полученного и потенциального дохода к первоначально инвестированному капиталу фонда (TVPI), индекс доходности (PI). Однако традиционные показатели доходности *PEF* имеют некоторые ограничения в практике применения (*табл. 1*).

Многие предприниматели в любом случае инвестируют в Private Equity, ориентируясь не только на эффективность, но и в целях получения сверхприбыли. В отличие от публичных акционерных компаний для *PEF* отсутствует единый стандарт измерения доходности. Асимметрия информации у LPs и GPs (генеральных партнеров, управляющих) может привести к завышению доходности локальных инвестиционных проектов.

Анализ скорректированной доходности PE в США в динамике и сравнении был осуществлен в статье К. Карташовой [13] *(Kartashova, 2014)*. В его рамках было прове-

ОБ АВТОРЕ:

Мусатова Мария Михайловна, старший научный сотрудник, кандидат экономических наук, доцент (maria.musatova@gmail.com)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Мусатова М.М. Оценка доходности фондов прямых частных инвестиций в современных зарубежных эконометрических подходах // Российское предпринимательство. – 2019. – Том 20. – № 1. – С. 415-430. doi: 10.18334/rp.20.1.39711

Таблица 1

Традиционные показатели доходности и их релевантность для PEF

Показатели эффективности инвестиционных фондов	Недостатки показателей доходности для PEF
Чистые активы (NAV, net asset value), представляет собой разность двух величин: стоимостной оценки совокупных активов фонда и величиной его долга.	Субъективность формирования. Завышенная оценка. До 2004 г. PEF самостоятельно оценивали свои активы 1 раз в квартал и не подлежали внешнему аудиту.
Внутренняя ставка доходности (IRR, internal rate of return).	Наличие предпосылок о реинвестировании в течение реализации проекты в целевую компанию и эндогенные денежные потоки.
Доходность, взвешенная по времени – Time Weighted Return (TWR). Взвешенная по времени ставка доходности (TWR).	TWR в значительной мере зависит от даты и объемов потоков денежных средств. Под контроль GPs не попадают поступающие и денежные потоки «входа и выхода». Ставки доходности не отражают продуктивность работы mtнеджеров .
Отношение суммарной величины получаемого и потенциального дохода к первоначально инвестированному капиталу фонда (TVPI).	Инвестиционный мультипликатор (TVPI) рассчитывается путем деления совокупных распределений фонда и остаточной стоимости локальных инвестиционных проектов PEF на оплаченный капитал. Он дает потенциальному инвестору приблизительное представление о результатах деятельности фонда.
Рентабельности инвестиций или индекс доходности (PI) – отношение приведенной стоимости ожидаемых потоков денег от реализации проекта к начальной стоимости инвестиций.	PI очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV , либо при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения NPV. К недостаткам метода можно отнести его неоднозначность при дисконтировании отдельно денежных притоков и оттоков инвестиций (капитала).
PME – отношение текущей стоимости дивидендов к приведенной стоимости инвестированной суммы.	Эквивалент публичного рынка. Его использование для PEF является только ориентиром.

Источник: составлено на основе [3, 4, 13] *(Parkhomenko, 2008; Kartashova, 2014).*

дено сопоставление результатов исследования Московица и Виссинга-Йоргенсена [17] *(Moskowitz, Vissing-Jshrgensen, 2002)* о доходности предпринимательских инвестиций в США на основе традиционных показателей и скорректированных показателей в соответствии с методологией автора и новыми статистическими данными обследования. Для проведения эконометрических расчетов по регрессионным моделям была сформирована обширная база данных. Источником информации для выборки послужили данные SCF – Surveys Consumer Finance, в которых сосредоточена информация о владении Public Equity, а также показателях эффективности двух видов капитала (также, как и у Московица и Виссинга-Йоргенсена, но за более длительный период). Данные охватывали период 1989–2010 гг. Они позволили получить единую характеристику эффективности предпринимательского капитала. Вычисление средней производи-

тельности капитала предлагалось осуществлять как среднегеометрическую для двух подпериодов инвестиционного проекта, например для 1989–1992 гг.:

$$R_1 = \left(\frac{MV_{1992} + 3 \cdot NI_{1988}}{MV_{1989}}\right)^{\frac{1}{3}}, \quad (1)$$

$$R_2 = \left(\frac{MV_{1992} + 3 \cdot NI_{1991}}{MV_{1989}}\right)^{\frac{1}{3}}, \quad (2)$$

$$R = \left(\sqrt{R_1 \cdot R_2} - 1\right) \cdot 100_{percent}, \quad (3)$$

где: *MV* – рыночная стоимость компании (market value), *NI* – чистый доход от инвестиционного проекта (net income), *R* – средняя доходность инвестиций в год (average annualized return).

Поправки в методологии расчета доходности, сделанные при расчете средних показателей эффективности, включали также: учет средств, достигших ликвидационного срока; оценку каждого инвестиционного проекта *PEF* по его текущей стоимости; оценивание «базовых» и «дополнительных» фондов и др. В результате расчетов была выявлено следующее: в более ранних исследованиях эффективности *PEF* на основе традиционных показателей представлена завышенная оценка,

Поскольку *PEF*, партнеры LPs не обладают совершенной информацией, они не могут легко проверить свою стратегию по выбору инвестируемых фондов и осуществить оптимальную корректировку числа инвестиций. Как показало исследование эффективности Private Equity в [13] *(Kartashova, 2014)*, волатильность на рынке ценных бумаг гораздо меньше влияет на показатели Private Equity в отличие от Public Equity, и при этом прибыльность Private Equity значительно выше по сравнению с Public Equity.

1. Сравнительная динамика показателей эффективности Private/Public Equity в 1989–2010 гг. позволила выявить следующие тенденции.

2. 1990-е гг. произошло увеличение относительной продуктивности Private Equity из-за технологического бума. До технологического бума в 1990-х годах соотношение производительности Private&Public Equity было достаточно стабильным, но изменения повлекли за собой увеличение эффективности Private Equity и некоторое падение Public Equity.

3. 1999–2001 гг. эффективность сектора Private Equity выросла на фоне «проседания» рынка ценных бумаг.

4. 2007–2009 гг. отмечалась рецессия показателей эффективности как Private Equity, так и Public Equity. В 2010 г. отмечен рост продуктивности, но уровень эффективности PEF ниже 2007 г.

5. Тем не менее, эффективность РЕФ Private Equity во все подпериоды времени была выше Public Equity. На протяжении всего рассматриваемого периода (1989–2019 гг.) средняя продуктивность составляла в секторе Public Equity ~9,2%, а в секторе Private Equity ~16,5%.

Влияние размера PEF на его доходность с помощью эконометрических моделей было вызвано беспрецедентным ростом индустрии прямых инвестиций в XXI веке и исследовано в работах Ф. Хардимона, А. Лемона, и Дж. Лернера [7]. Стремительный рост внес коррективы в параметры траектории развития отрасли: каждая десятая инвестиция перестала возвращать деньги, в то время как каждая четвертая имела внутреннюю норму доходности (IRR) свыше 50%. На стадии выхода *PEF* из проектов многомиллиардные средства перестали быть нормой [16] *(Lopez-de-Silanes, Phalippou, Gottschalg, 2015)*. К настоящему времени существует широкий разброс мнений исследователей о доходности *PEF* на траектории их роста (*табл. 2*).

Таблица 2

Различия мнений о характере связи размера *PEF* и его доходности

Аргументы сторонников положительной связи размера фонда и его доходности [6, 10, 14, 19] (Demiroglu, James, 2010; Ivashina, Kovner, 2011; Kaplan, Schoar, 2005; Robinson, Sensoy, 2013)	Аргументы сторонников отрицательной связи размера фонда и его доходности [7, 10, 11, 18] (Ivashina, Kovner, 2011; Garicano, 2000; Phalippou, Gottschalg, 2009)
Рост прибыли PEF происходит: за счет грамотного использования налогового режима задолженности; присвоения спрэда стоимости капитала по долговым обязательствам; при покупке недооцененных активов компании (премия); экономии на масштабе при реализации возобновляемых кредитов (например, получение более выгодные условий).	Менеджеры PEF обладают специфическим человеческим капиталом, опытом, навыками, которые трудно быстро масштабировать на других участников рынка PE; рост масштабов индустрии не сопровождается соответствующим приростом квалифицированных кадров-менеджеров; остается все меньше интересных вариантов непубличных компаний и сверхдоходных инвестпроектов; проблемы передачи знания могут влиять на масштабы ущерба.

Источник: составлено автором

В многочисленных публикациях представителей институциональной школы (О. Уильямсон, Б. Холмстром, Дж. Робертс) о теоретической связи между размером и продуктивностью *PEF* признается преимущество организаций, формирующих увеличенный пул знаний, информации высокого качества, однако при этом рассматриваются недостатки, вытекающие из трудности ее использования GPs. Именно они приводят к отрицательным эффектам от масштаба и при этом проблемы передачи знаний могут влиять на масштабы ущерба.

Для получения количественных оценок влияния роста *PEF* на его доходность в работе [16] *(Lopez-de-Silanes, Phalippou, Gottschalg, 2015)* была сформулирована гипо-

теза: затраты на информацию, связь, оплату GPs по реализации локальных инвестиционных проектов в целевых фирмах могут быть ключевым фактором определяющим производительность. Она была реализована в регрессионных моделях на основе данных, полученных от частных компаний.

Исследование предоставляет ряд новых стилизованных фактов и статистических данных о структурных характеристиках *PEF* (число одновременно разрабатываемых инвестиционных проектов, размер инвестиций, численность LPs и GPs и др.)

Пять крупнейших глобальных институциональных инвесторов предоставили ретроспективные меморандумы о частном размещении средств, их сбору, что позволило получить огромные массивы исходных данных. В качестве потенциальных детерминант доходности использовалась информация из меморандумов.

Меморандумы о частном размещении содержат представление и характеристики всех инвестиций, сделанных *PEF* с момента его создания и осуществлявшихся любой из его многочисленных управляющих компаний. Эти инвестиции включают уже реализованные и те, которые все еще находятся в его портфеле (т.е. частично реализованные). Для эконометрических расчетов было использовано 12 информативных данных инвестиционного уровня найденных в меморандумах (PPMs):

1. Месяц и год, в котором была начата инвестиция; 2. месяц и год выхода (дата реализации); 3. отрасль инвестиций; 4. страна, в которой находится инвестиция; 5. стоимость вложенного капитала («размер инвестиций» или «стоимость» в PPMs); 6. общая распределенная сумма (реализованная стоимость); 7. текущая оценка нереализованной стоимости; 8. общая стоимость (сумма реализованной и нереализованной стоимости); 9. кратное (общая стоимость, деленная на размер инвестиций); 10. IRR; 11. статус инвестиционного проекта (нереализованный, частично реализованный или полностью реализованный); 12. маршрут выхода (торговая продажа, первичное публичное размещение акций (IPO) и т.д.).

Полученная выборка верифицировалась с двумя наиболее полными публично доступными наборами данных PE: Capital IQ и Thomson Reuters, которые широко используются в экономических исследованиях. Хотя эти коммерческие базы данных отслеживают отрасль, страну и дату начала инвестиций, они не содержат информации о производительности. Набор данных из меморандумов содержал полную метрику каждого *PEF*. Это позволило вычислить количество одновременных инвестиций в любой момент времени.

Окончательная выборка содержала данные о 7453 инвестиционных проектах, сделанных 254 различными *PEF* в 81 стране в 1971–2005 гг. Для оценки масштаба деятельности *PEF* предлагалось использовать среднее число одновременных инвестиций (SI), управляемых в ходе деятельности *PEF*.

В работе Ф. Лопеса де Сильваноса и Л. Фалиппоу [16] *(Lopez-de-Silanes, Phalippou, Gottschalg, 2015)* приведены эконометрические результаты регрессионного анализа взаимодействия между SI (натурального логарифма и структурной иерархии

PEF). Эконометрические расчеты свидетельствуют о том, что рост деятельности *PEF* сопровождался отрицательным эффектом масштаба. Стандартное отклонение увеличения SI связано с уменьшением внутренней нормы рентабельности (IRR) на 8%. Дисперсионный анализ выборки показывает, что *PEF* с самым низким децилем SI имели доходность (по сравнению с PME) выше на 33% (1.57), в то время как *PEF* с самым высоким децилем — выше PME только на 14% (1.05). В данных из меморандумов прослеживается тенденция: небольшие фирмы имеют более высокую доходность, чем крупные фирмы, даже при отсутствии эффекта масштаба: у небольших фирм есть стимул к повышению доходности на момент выхода из инвестиционного проекта прямо перед сбором средств, чтобы доказать свою перспективность в других проектах.

Эмпирический анализ сформированной выборки показывает, что *PEF*, ограниченные своим мандатом, в первую очередь, растущие благодаря вхождению в большое число одновременных инвестиционных проектов с небольшими объемами инвестиций (например, фонды средних размеров, сфокусированные на определенную отрасль), редко показывают высокую доходность. С другой стороны, *PEF* со значительными объемами ресурсов для инвестирования и ограниченным числом локальных инвестиционных проектов (т.е. концентрированная направленность) показывают высокую отдачу, при прочих равных условиях[1].

Авторы [16] *(Lopez-de-Silanes, Phalippou, Gottschalg, 2015)* приводят экономические обоснования, объясняющие стремление некоторых *PEF*, мотивацию их LPs увеличить масштаб своей деятельности, осуществлять больше инвестиций в сравнительно малодоходные проекты, которые позволяют этим *PEF* выжить и оставаться на рынке PE. Среди них:

Диспропорции, разрыв между большими гонорарами GPs в настоящее время и более низкими гонорарами в будущем. *PEF* могут иметь различные временные горизонты инвестирования и выбирать разные темпы роста в траектории развития, балансируя интересы LPs и GPs. Например, *PEF*, которыми управляют менеджеры предпенсионного возраста, могут выбрать инвестиции с большей отдачей в текущем периоде и ряд будущих инвестиционных проектов с гораздо меньшей доходностью.

Отдельные LPs могут инвестировать в *PEF* по причинам, отличным от доходности (например, для получения инвестиционного бэнкинга, поборы и т.д.)

Прикладными аспектами исследования зависимости «рост масштабов *PEF* – доходность» являются рекомендации современным *PEF*: им следует оптимизировать свои иерархии по времени и по организации работ с инвестиционными проектами в среднесрочный период для получения высокой доходности; крупные инвесторы (LPs)

[1] Если каждая инвестиция, независимо от ее размера, требует аналогичное количество внимания руководства и общения между членами PEF [4, на основе работ R. Quindlen], то PEF управляющий 100 инвестиционными проектами в $10 млн каждый должен будет заставлять менеджеров работать в большем масштабе, чем PEF, управляющий 10 проектами в размере $ 100 млн каждый.

могут оправданно инвестировать в менее иерархичные фирмы с большими инвестициями.

Влияние PEF на финансовые и институциональные метрики целевых портфельных компаний подтверждают накопленные доказательства в последние тридцать лет, свидетельствующие о различии в оценках высокой доходности PE, при этом ряд авторов отмечает, что доходность сектора PE была выше, чем в среднем на фондовых рынках (например, R.Харрис, Т. Дженкинсон, С. Каплан в работе [8] *(Harris, Jenkinson, Kaplan, 2014)*).

Исследования, посвященные волне прямых инвестиций 1980-х годов, выявили корреляцию между владением PE и улучшением показателей бухгалтерского учета в целевых компаниях-реципиентах. Более поздние исследования о деятельности *PEF* показали скромное повышение финансовых показателей *PEF* (например, С. Гуо, Е. Хоткисс в [12] *(Guo, Hotchkiss, Song, 2011)*) (*табл. 3*). На этом фоне стали появляться работы по сравнительной оценке доходности, дополнительных преимуществах *PEF* в отдельных секторах динамично развивающейся сферы услуг и альтернативными формами инвестирования, например франчайзинговыми схемами ведения бизнеса в сегментах массового спроса потребителей.

Таблица 3

Традиционная тактика *PEF* в целевых компаниях

Традиционный подход РЕФ	Экономические последствия для целевых компаний
Фокус на краткосрочный период	Финансовые цели могут негативно повлиять в будущем на клиентов, сотрудников и жизнеспособность фирмы
Фокус на долгосрочные перспективы	Улучшение финансовых показателей в период инвестирования, положительные изменения в период postbuyout PEF
Квалифицированное выявление недооцененных компаний и благоприятное время их приобретения. (Покупать активы дешево, а продавать – дорого)	Значительные финансовые доходы прямых частных инвесторов
Использование финансового инжиниринга для снижения налогов	Генерируется весомая часть возросшей стоимости компании
Увеличение кредитного плеча	Реструктуризация финансовых потоков компании

Источник: составлено автором по источникам [2, 4, 8] *(Musatova, Lugacheva, 2018; Harris, Jenkinson, Kaplan, 2014)*

В работе [5] *(Bernstein, Sheen, 2016)* С. Бернштейном и А. Шином был предложен новый подход для изучения функциональных последствий PE на целевые фирмы на примере углубленного анализа сегмента сферы услуг – в ресторанной индустрии, когда они выходят за рамки традиционной тактики и занимаются эксплуатационным инжинирингом.

В отличие от известных эконометрических подходов, где изменения финансовых показателей в целевой компании на фоне взаимодействий с PEF сравнивается с эталонной фирмой той же отраслевой принадлежности (но без мультисторонних отношений с *PEF* и почти идентичной по всем остальным метрикам) в статье [5] *(Bernstein, Sheen, 2016)* сравнение проводится с фирмами, работающими по франчайзинговым схемам.

В рамках соглашения о франчайзинге компания-франчайзер продает бизнес-формат, как правило, включая бренд, меню, стратегии работы и концепции проектирования, такие как компоновка здания и униформа рабочего, франчайзи. В обмен на «готовый» бизнес франчайзи поставляет капитал для ресторана и выплачивает роялти франчайзеру, как правило, на основе продаж франчайзинговых точек. Франшизы должны поддерживать единообразие между блоками для сохранения бренда и опыта клиента [15] *(Kidwell, Nygaard, Silkoset, 2007)*.

Вместе с тем франшиза – это юридически самостоятельный бизнес, не интегрированный вертикально с материнской компанией. Обязательства перед центральными учреждениями возникают только на основе контрактов соглашения, которые обычно длятся двадцать лет и редко пересматриваются, следовательно, такие контракты трудно изменить и франчайзи не просто адаптироваться к местным рынкам. Франчайзинг можно рассматривать как форму делегированных полномочий, однако франчайзи тратят больше усилий на инновации, сбор знаний о местных клиентах и вкусах и т.д., и при этом инновации не могут распространение по всей цепочке ресторанной сети, поскольку франчайзи не обязаны осуществлять изменения вне их контракта.

Для проведения эконометрического анализа авторами была сформирована выборка на основе данных из нескольких источников: информация о *PEF*, нацеленных на обратный выкуп (PE-buyouts Capital IQ), медицинские записи инспекции и информация о ресторанной собственности во Флориде (Департамент бизнеса и профессиональной деятельности Флориды), занятость в этом секторе (InfoUSA) и отзывы посетителей ресторанов (Yelp.com).

Собранная информация отражала методы работы ресторанов, включая обязательные регулярные и спонтанные медицинские осмотры[1].

Выборка формировалась на основе 118 сделок PE с ресторанных сетей во Флориде (США), которые оперировали с 3342 подразделениями в 2002– 2012 гг.[2] Эконометрические расчеты были проведены по 5 панелям.

[1] Из соображений безопасности общественного здравоохранения, все рестораны в Соединенных Штатах подвергаются периодическим медицинским осмотрам проводится специалистами по оценке качества продуктов питания, сертифицированными пищевых продуктов и медикаментов (FDA). Сбой проверки могут привести к штрафам, отстранение и, в крайнем случае, закрытие ресторана.

[2] 2012 г. представлен данными только по сентябрь

Панель А охватывала сводные статистические данные об инспекциях и выборке ресторанов. Она показывает, что критические и некритические нарушения при проверках в среднем более чем 21000 продуктов и блюд питания с полугодовым интервалом: в 4,49% и 3,35% соответственно.

Панель В представляла распределение PE сделок в выборке на протяжении выделенного периода времени. Как и ожидалось, период бума выкупа акций в 2005–2007 гг., количество сделок с акциями увеличилось (примерно 45% сделок произошло именно в этот период). Крайне мало было сделок во время кризиса. Выявленное распределение сделок соответствовало общим тенденциям в области прямых инвестиций активность в эти годы.

Панель С свидетельствовала, что в целевых приобретенных фирмах, их подразделениях (175), курируемых PE, в течение года происходило меньше критических нарушений за проверку – 3,78.

Панель D подтверждает, что частный капитал интересовали все направления специализации ресторанной сети, при этом относительно большее присутствие отмечено в сетях предлагающих гамбургеры. *PEF* ориентировались на массовый спрос, на положительный эффект масштаба, позволяющий снижать издержки в среднем на одного клиента.

Панель Е показала, что ресторанные подразделения (с вхождением PE и без такового, включая франчайзинговые схемы) имеют схожее распределение цен свою продукцию: около половина из них работает в самом низком ценовом сегменте.

В панели F анализировались поведенческие характеристики фирм-франчайзи.

В рамках сравнения эффективности двух подходов в инвестировании в непубличные компании со стороны *PEF* и со стороны франчайзинга в ресторанный бизнес авторами в [5] *(Bernstein, Sheen, 2016)* исследовались гипотезы о влиянии операционного инжиниринга со стороны *PEF* непосредственно на портфельные компании: их финансовые и институциональные метрики (*табл. 4*).

В экономической литературе существует многоплановая оценка последствий воздействия PE на стэйкхолдеров (других заинтересованных лиц), таких как: сотрудники, клиенты, индустрия конкурентов. Исследование С. Бернштейна и А. Шина также вносит свою лепту в спектр теоретических и эмпирических подходов по делегированию прав собственности в рамках организации: в нем приведены иллюстрации влияния степени делегирования, автономии и контроля, приобретения прав собственности, на эффективность различных сегментов ресторанного бизнеса.

Результаты эконометрического изучения операционных последствий деятельности *PEF*, нацеленных на обратный выкуп в ресторанной индустрии и непосредственно влияющих на доходность компаний-реципиентов следующие, показывают следующее. *PEF* имеют прямую собственность и, следовательно, у них больше степень влияния и контроль в текущей деятельности. Рестораны улучшают методы работы, которыми пользуются целевые фирмы, и в инвестиционный, и в постинвестиционный период;

Таблица 4

Влияние операционного инжиниринга *PEF* позиционирование портфельных компаний: гипотезы и результаты

Тестируемые гипотезы	Результат эконометрического анализа
0: Частные инвестиционные компании не оказывают влияния на целевые фирмы, проводя более совершенный эксплуатационный инжиниринг.	Гипотеза не подтвердилась. Растет текущая прибыль компании.
1: Операционные улучшения в целевых компаниях инициированные PEF будут проявляться значительнее, чем во франшизах.	Гипотеза подтверждена. Растет сеть обслуживания потребителей, повышается качество потребляемых товаров, снижается число критических обращений в службу здравоохранения.
2: Изменения в операционной практике. PE предлагают фирмам более совершенные методы управления в рамках всей организации.	Гипотеза подтверждена Мониторинг, обучение и выравнивание стимулов работников способствуют росту производительности труда, снижению издержек и рациональной ценовой политике по всей цепочке ресторанной сети.
3: GPs- эксперты партнеров, их значительный опыт в ресторанной индустрии приносят лучшие операционные результаты по сравнению с франчайзинговыми схемами.	Гипотеза подтверждена. Экспертиза и знание индустрии и таким образом увеличивают стоимость целевой компании. Портфельные компании испытают положительный сдвиг в траектории развитии. Растет безопасность потребления приготовленных блюд и продовольственных товаров, присутствует высокий уровень санитарных требований.

Источник: составлено автором на основе [5, 19, 20] *(Bernstein, Sheen, 2016; Robinson, Sensoy, 2013; Vroom, Gimeno, 2007)*

их эффект отражается в сокращении числа обращений по нарушению качества продукции и их влияния на здоровье посетителей; рестораны становятся безопаснее, чище, привлекают посетителей (увеличивается число посадочных мест), растет доходность. Франшизы во многом ограничены контрактом и не могут предложить подобных новаций и воспользоваться специфическими знаниями, квалифицированными советами GPs, как в *PEF*.

Заключение

Проведенный анализ зарубежных подходов к оценке доходности *PEF* имеет прикладное значение для LPs и GPs в российской индустрии PE.

Опыт эконометрического моделирования показателей доходности на примере *PEF* США показал необходимость использования скорректированных показателей при оценке доходности PE, чтобы получить релевантное представление о действительной доходности. Следует отметить, что эконометрические исследования доходности на

развитых рынках PE начинают осуществлять российские исследователи, предлагающие собственную методику модифицированной оценки. Так же как и зарубежные исследователи, они отмечают завышенную оценку доходности на основе традиционных показателей. К сожалению, провести полноценное подобное эконометрическое исследование пока не представляется возможным в силу недостаточного объема информации, однако использовать опыт применения релевантных показателей в практике российских *PEF* представляется необходимым.

Выявленная объективная закономерность «рост размеров *PEF* – отрицательный эффект масштаба» на примере глобальных *PEF* в 81 стране, как рекомендация, представляется весьма важной при выборе числа одновременных инвестиционных проектов для крупных и средних инвесторов в российской экономике.

В условиях существования санкционного режима для нашей страны оценки доходности PE по сравнению с альтернативными способами вложения инвестиционных ресурсов, включая франчайзинговые схем,ы сложившиеся на развитых рынках PE, также представляются весьма интересным направлением для взаимодействия потенциальных инвесторов и недофинансированных проектов в различных сферах деятельности.

В настоящее время *PEF* с инвестиционным мандатом на Россию постепенно восстанавливают прежние темпы развития. Большинство из них при поддержке государства (государственно-частные), оперируя финансовыми инструментарием PE, вступили в фазу активного поиска проектов [1]. Как представляется, на основе сложившихся мировых трендов они могут оптимизировать организацию своих работ с инвестиционными проектами. До сих пор многие российские фирмы и инвесторы достаточно критически характеризуют *PEF* и не имеют информации об их разноплановых преимуществах, включая разнообразные аспекты доходности. На наш взгляд, проведенное исследование восполнит этот пробел у предпринимателей и компаний, и они воспользуются скорректированными данными о доходности *PEF* в мире и США.

ИСТОЧНИКИ:

1. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России 2017 года. Rvca.ru. [Электронный ресурс]. URL: http: //www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook (дата обращения: 21.10.2018).
2. Мусатова М.М., Лугачева Л.И. Российские фонды прямых частных инвестиций: новая экономическая и инвестиционная реальность // Эко. – 2018. – № 2(524). – с. 139-154.
3. Пархоменко А.В. Исследование доходности фондов прямых инвестиций (на примере развитых рынков капитала) // Корпоративные финансы. – 2008. – № 4(8). – с. 23-37.
4. Проблемы измерения доходности прямых инвестиций
5. Bernstein S., Sheen A. The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence

from the Restaurant Industry // Review of Financial Studies. – 2016. – № 9. – p. 2387-2418.
6. Demiroglu C., James C.M. The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing // Journal of Financial Economics. – 2010. – № 96. – p. 306-330.
7. Hardymon F., Leamon A., Lerner J. Venture Capital and Private Equity. A Casebook. Hoboken. – NJ: 2004, John Wiley & Sons
8. Harris R.S., Jenkinson T., Kaplan S.N. Private equity performance: What do we know? // Journal of Finance. – 2014. – № 69. – p. 1851-1882.
9. Hertzberg A., Liberti J., Paravisini D. Public information and coordination: evidence from a credit registry expansion // Journal of Finance. – 2011. – № 66. – p. 379-412.
10. Ivashina V., Kovner A. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking // Review of Financial Studies. – 2011. – № 24. – p. 2462-2498.
11. Garicano L. Hierarchies and the Organization of Knowledge in Production // Journal of Political Economy. – 2000. – № 108. – p. 874-904.
12. Guo S., Hotchkiss E.S., Song W. Do buyouts (still) create value? // Journal of Finance. – 2011. – № 66. – p. 479-517.
13. Kartashova K. Private Equity Premium Puzzle Revisited: Dataset // American Economic Review. – 2014. – № 104(10). – p. 3297-3334.
14. Kaplan S.N., Schoar A. Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows // Journal of Finance. – 2005. – № 60. – p. 1791-1823.
15. Kidwell R.E., Nygaard A., Silkoset R. Antecedents and effects of free riding in the franchis or franchisee relationship // Journal of Business Venturing. – 2007. – № 22. – p. 522-544.
16. Lopez-de-Silanes F., Phalippou L., Gottschalg O Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2015. – № 3. – p. 377-411.
17. Moskowitz T.J., Vissing-Jшrgensen A. The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle? // American Economic Review. – 2002. – № 92(4). – p. 745-778.
18. Phalippou L., Gottschalg O. The performance of private equity funds // Review of Financial Studies. – 2009. – № 22(4). – p. 1747-1776.
19. Robinson D.T., Sensoy B.A. Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance // Review of Financial Studies. – 2013. – № 26. – p. 2760-2797.
20. Vroom G., Gimeno J. Ownership form, managerial incentives, and the intensity of rivalry // Academy of Management Journal. – 2007. – № 50. – p. 901-922.

REFERENCES:

Bernstein S., Sheen A. (2016). *The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry Review of Financial Studies. 29* (9). 2387-2418.

Demiroglu C., James C.M. (2010). *The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing Journal of Financial Economics*. (96). 306-330.

Garicano L. (2000). *Hierarchies and the Organization of Knowledge in Production Journal of Political Economy*. (108). 874-904.

Guo S., Hotchkiss E.S., Song W. (2011). *Do buyouts (still) create value? Journal of Finance*. (66). 479-517.

Harris R.S., Jenkinson T., Kaplan S.N. (2014). *Private equity performance: What do we know? Journal of Finance*. (69). 1851-1882.

Hertzberg A., Liberti J., Paravisini D. (2011). *Public information and coordination: evidence from a credit registry expansion Journal of Finance*. (66). 379-412.

Ivashina V., Kovner A. (2011). *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking Review of Financial Studies*. (24). 2462-2498.

Kaplan S.N., Schoar A. (2005). *Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows Journal of Finance*. (60). 1791-1823.

Kartashova K. (2014). *Private Equity Premium Puzzle Revisited: Dataset American Economic Review*. (104(10)). 3297-3334.

Kidwell R.E., Nygaard A., Silkoset R. (2007). *Antecedents and effects of free riding in the franchis or franchisee relationship Journal of Business Venturing*. (22). 522-544.

Lopez-de-Silanes F., Phalippou L., Gottschalg O (2015). *Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity Journal of Financial and Quantitative Analysis*. *50* (3). 377-411.

Moskowitz T.J., Vissing-Jshrgensen A. (2002). *The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle? American Economic Review*. (92(4)). 745-778.

Musatova M.M., Lugacheva L.I. (2018). *Rossiyskie fondy pryamyh chastnyh investitsiy: novaya ekonomicheskaya i investitsionnaya realnost* [Russian Private Equity Funds: New Economic and Investment Reality]. *Eco*. (2(524)). 139-154. (in Russian).

Parkhomenko A.V. (2008). *Issledovanie dokhodnosti fondov pryamyh investitsiy (na primere razvityh rynkov kapitala)* [Analysing the Private Equity Funds Performance around Fundraising (case of developed markets)]. *Corporate finance*. (4(8)). 23-37. (in Russian).

Phalippou L., Gottschalg O. (2009). *The performance of private equity funds Review of Financial Studies*. (22(4)). 1747-1776.

Robinson D.T., Sensoy B.A. (2013). *Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance Review of Financial Studies*. (26). 2760-2797.

Vroom G., Gimeno J. (2007). *Ownership form, managerial incentives, and the intensity of rivalry Academy of Management Journal*. (50). 901-922.