

Нефедов Александр Александрович  
Университет Синергия

### Система показателей оценки влияния корпоративных венчурных фондов на стоимость стартапов при выходе на IPO

**Аннотация.** В статье рассматривается, как тип венчурного инвестора связан с рыночной оценкой стартапа при выходе на IPO. В центре внимания находится различие между корпоративными венчурными фондами и независимыми венчурными фондами. В качестве основного показателя стоимости используется мультипликатор EV/S, поскольку он лучше подходит для анализа быстрорастущих и нередко убыточных стартапов, чем показатели, основанные на прибыли. Дополнительно анализируется андерпрайсинг как отражение неопределённости и различий в ожиданиях участников рынка в момент размещения. Для эмпирической проверки предлагается система показателей, включающая финансовые характеристики стартапа, стадию его развития, параметры инвестора, а также отраслевые, временные и биржевые эффекты. Сделан вывод о том, что тип венчурного инвестора имеет значение для формирования рыночной оценки стартапа при публичном размещении акций.

**Ключевые слова:** корпоративный венчурный фонд, независимый венчурный фонд, стартап, IPO, рыночная оценка, андерпрайсинг, венчурное финансирование, стоимость компании, публичное размещение акций

Nefedov Alexander Alexandrovich  
Moscow University for Industry and Finance "Synergy"

### A System of Indicators for Assessing the Impact of Corporate Venture Capital Funds on Startup Valuation at the Time of IPO

**Annotation.** This article examines how the type of venture investor is related to the market valuation of a startup at the time of its IPO. The focus is on the distinction between corporate venture capital funds and independent venture capital funds. The EV/S multiple is used as the main valuation indicator, since it is better suited to the analysis of fast-growing and often unprofitable startups than profit-based metrics. In addition, underpricing is analyzed as an indicator of uncertainty and differences in market participants' expectations at the time of the offering. For the empirical analysis, a system of indicators is used, including the startup's financial characteristics, stage of development, investor parameters, as well as industry, time, and stock exchange effects. It is concluded that the type of venture investor matters for the formation of a startup's market valuation at the time of the IPO.

**Key words:** corporate venture capital fund, independent venture capital fund, startup, IPO, market valuation, underpricing, venture financing, company value, initial public offering

Центральным объектом эмпирического анализа в работе выступает рыночная оценка стартапа при первичном публичном размещении акций. Выбор именно этого этапа не случаен. На момент IPO стоимость компании впервые формируется в условиях публичного рынка и становится наблюдаемой в сопоставимом виде для широкого круга эмитентов. В отличие от частных венчурных раундов, где оценка складывается в процессе переговоров ограниченного числа участников и нередко зависит от индивидуальных условий сделки, оценка при IPO отражает результат взаимодействия эмитента, андеррайтеров, аналитиков и публичных инвесторов в условиях более высокой информационной прозрачности и жёстких регуляторных требований.

Для целей настоящего исследования рыночная оценка при IPO рассматривается как итоговый показатель, наиболее полно фиксирующий совокупный результат предшествующего развития стартапа. Она отражает то, как рынок интерпретирует перспективы роста компании, устойчивость её бизнес-модели и уровень воспринимаемого риска. Поэтому именно оценка на этапе IPO позволяет судить о накопленном эффекте венчурного финансирования, включая как прямое влияние на развитие компании, так и опосредованное влияние через механизмы рыночного восприятия.

В качестве количественного показателя рыночной оценки в работе используется мультипликатор EV/S, рассчитанный как отношение стоимости предприятия (Enterprise Value) к выручке стартапа за год, предшествующий размещению [7]. Выбор этого показателя обусловлен как особенностями исследуемой выборки, так и задачами анализа:

1. EV/S является одним из наиболее применимых мультипликаторов для оценки быстрорастущих технологических компаний и стартапов, выходящих на публичный рынок [4]. Для таких компаний прибыль нередко остаётся отрицательной даже при высоких темпах роста, поэтому использование показателей, основанных на чистой прибыли или операционной прибыли, существенно сужает выборку и смещает анализ в сторону более зрелых эмитентов. Выручка, напротив, выступает более стабильным и сопоставимым показателем, что делает EV/S пригодным для анализа как прибыльных, так и убыточных стартапов [5].

2. По сравнению с мультипликатором P/S показатель EV/S в большей степени учитывает финансовую структуру компании, поскольку включает долговую нагрузку и объём денежных средств [1]. Это важно в контексте сопоставления стартапов, профинансированных корпоративными и независимыми венчурными фондами, так как между ними могут существовать различия по структуре обязательств, объёму привлечённого капитала и параметрам финансирования на предшествующих стадиях развития. Использование EV/S позволяет снизить риск искажения результатов, связанный с различиями в финансовом леверидже [9].

3. Альтернативные мультипликаторы в данном случае менее универсальны. Показатель EV/EBITDA требует наличия положительного операционного результата, а значит, ограничивает анализ кругом сравнительно зрелых компаний. Мультипликатор P/E зависит от чистой прибыли, которая для стартапов особенно чувствительна к разовым эффектам, бухгалтерским корректировкам и различиям в учётной политике [2]. По этой причине EV/S представляется более устойчивым и репрезентативным индикатором рыночной оценки для эмпирического анализа IPO стартапов.

Дополнительным аргументом в пользу выбора EV/S является его применимость в условиях отраслевой неоднородности. Хотя абсолютные значения мультипликатора могут существенно различаться между секторами, зависимость от выручки делает этот показатель более удобным для сравнения компаний с разными бизнес-моделями, особенно в отраслях с высокой долей нематериальных активов и продолжительным инвестиционным циклом [7]. При этом отраслевые различия в модели не игнорируются: в последующем анализе они учитываются через сопоставление компаний внутри отраслей и включение отраслевых фиктивных переменных.

Следует отдельно подчеркнуть, что EV/S в работе не трактуется как показатель справедливой или фундаментальной стоимости компании. Он используется как рыночный индикатор, отражающий результат оценки стартапа публичным рынком в момент размещения [12]. Именно в этом качестве он наиболее релевантен для анализа связи между структурой венчурного финансирования и параметрами рыночной оценки компании при выходе на IPO.

Таким образом, зависящая переменная, основанная на мультипликаторе EV/S, позволяет зафиксировать наблюдаемую рыночную оценку стартапа в форме, пригодной для сопоставления компаний с различными финансовыми характеристиками и разным типом венчурного инвестора.

Ключевой объясняющей переменной в исследовании выступает фиктивная переменная участия корпоративного венчурного фонда в капитале стартапа. Она принимает значение 1, если компания привлекала финансирование от корпоративного венчурного фонда, и 0, если финансирование было получено от независимого венчурного фонда [15]. Данная переменная используется для выделения институционального типа инвестора и последующей проверки того, связано ли участие CVC с особенностями рыночной оценки стартапа при IPO.

Для оценки вероятности привлечения корпоративного венчурного фонда используется бинарная модель выбора, в которой зависимой переменной выступает индикатор участия CVC в капитале стартапа. Состав объясняющих переменных в этой модели сформирован так, чтобы учесть наблюдаемые характеристики, способные одновременно влиять и на выбор типа венчурного инвестора, и на последующую рыночную оценку компании при IPO. В модель включены три группы факторов:

#### 1. Финансовые характеристики стартапа.

Для их отражения используются показатели выручки и операционной результативности за один и два года до IPO [16]. В частности, в модель включаются натуральные логарифмы выручки за соответствующие периоды, а также отношение EBITDA к выручке. Использование лагированных показателей позволяет снизить риск обратной причинности и не смешивать предразмещенческие характеристики компании с эффектами, возникающими уже в момент выхода на публичный рынок. Эти переменные отражают масштаб бизнеса и базовую операционную устойчивость стартапа на поздних стадиях его развития.

#### 2. Стадия развития стартапа.

Для её учёта используется фиктивная переменная, отражающая момент входа венчурного инвестора в капитал компании. Значение 1 соответствует ранней стадии, значение 0 — более поздней стадии финансирования [4]. Включение этого показателя важно потому, что корпоративные и независимые венчурные фонды могут различаться по предпочтениям относительно времени входа в проект, а это, в свою очередь, влияет на вероятность привлечения CVC-финансирования.

#### 3. Характеристики инвестора.

Они представлены показателем возраста фонда на момент совершения сделки. Возраст измеряется как натуральный логарифм числа лет с момента основания фонда. Эта переменная позволяет учесть накопленный инвестиционный опыт и институциональную зрелость инвестора, которые могут быть связаны как с вероятностью участия в сделке, так и со способностью сопровождать стартап в процессе подготовки к IPO [8].

Наряду с рыночной оценкой стартапа в работе рассматривается андерпрайсинг. Его включение в анализ связано с тем, что сам по себе уровень оценки при IPO не раскрывает степень неопределённости, сопровождающей размещение. Если  $EV/S$  отражает итоговую рыночную оценку компании, то андерпрайсинг показывает, насколько цена размещения отклонялась от той оценки, которая фактически сложилась на рынке уже в первый день торгов [5].

В настоящем исследовании андерпрайсинг определяется как относительное превышение цены закрытия первого дня торгов над ценой размещения. Формально показатель рассчитывается как разница между ценой закрытия первого дня и ценой размещения, делённая на цену размещения. Его величина отражает степень недооценки компании на этапе размещения и пересмотр ожиданий участников рынка после начала торгов.

В экономической литературе андерпрайсинг традиционно рассматривается как индикатор информационной асимметрии между эмитентом, андеррайтерами и инвесторами [14]. Чем выше неопределённость относительно реальной стоимости компании, тем выше вероятность того, что цена размещения будет установлена консервативно. В результате уже в первый день торгов рынок корректирует первоначальную цену в соответствии с

доступной информацией и фактическим спросом. Поэтому андерпрайсинг в рамках данной работы используется как дополнительная зависимая переменная, позволяющая оценить не только уровень рыночной оценки, но и степень неопределённости, сопровождающей IPO стартапа.

Для анализа андерпрайсинга в модель включаются дополнительные показатели, позволяющие контролировать финансовые, институциональные и структурные особенности компании и сделки. В их число входят:

- совокупные активы компании за год до IPO;
- отношение EBITDA к совокупным активам за год до IPO;
- отношение совокупных активов к совокупным обязательствам за год до IPO;
- размер выхода венчурного инвестора;
- стадия развития стартапа на момент входа инвестора;
- возраст венчурного фонда;
- отраслевая принадлежность стартапа;
- год выхода на IPO;
- биржа размещения.

Указанные переменные позволяют учесть различия в масштабе компании, её операционной результативности, финансовой устойчивости, параметрах сделки и рыночной конъюнктуре, которые могут влиять как на итоговую оценку стартапа, так и на величину андерпрайсинга.

В целом система показателей, используемая в исследовании, может быть представлена в виде нескольких аналитических блоков.

Первый блок образуют зависимые переменные. К ним относятся:

- мультипликатор  $EV/S$ , отражающий рыночную оценку стартапа при IPO;
- андерпрайсинг, характеризующий степень неопределённости и расхождения ожиданий участников рынка в момент размещения.

Второй блок включает ключевую объясняющую переменную: индикатор участия корпоративного венчурного фонда в капитале стартапа.

Третий блок составляют финансовые характеристики компании, используемые в моделях оценки склонности и анализа андерпрайсинга. К ним относятся:

- логарифм выручки за один и два года до IPO;
- отношение EBITDA к выручке за один и два года до IPO;
- логарифм совокупных активов;
- показатели операционной результативности и финансовой устойчивости.

Четвёртый блок отражает институциональные и сделочные характеристики:

- стадия развития стартапа на момент входа инвестора;
- возраст венчурного фонда;
- размер выхода инвестора.

Пятый блок образуют структурные контрольные переменные:

- отраслевые фиктивные переменные;
- фиктивные переменные года IPO;
- переменная биржи размещения.

Такая структура переменных делает модель более логичной и аналитически прозрачной. Она позволяет одновременно учитывать характеристики самого стартапа, параметры инвестора, особенности сделки и внешнюю рыночную среду. За счёт этого создаётся эмпирическая основа для оценки влияния корпоративных венчурных фондов на рыночную оценку компаний-стартапов при выходе на IPO.

В качестве направления дальнейших исследований представляется целесообразным расширение анализа за пределы момента IPO и включение в него постразмещенческой динамики стоимости стартапов. Это позволит оценить, сохраняется ли выявленное влияние типа венчурного инвестора в средне- и долгосрочном периоде после выхода компании на

публичный рынок. Перспективным является также углубление анализа механизмов данного влияния с учётом отраслевой специализации корпоративных венчурных фондов, степени их участия в управлении стартапом, репутационных эффектов, а также различий между национальными моделями венчурного финансирования. Дополнительный исследовательский интерес представляет сопоставление влияния корпоративных и независимых венчурных фондов не только на рыночную оценку и андерпрайсинг, но и на последующие операционные и финансовые результаты публичных компаний.

#### **Список источников**

1. Александрова Е. Н., Теплов А. С. Особенности корпоративных венчурных стратегий в условиях кризиса // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2022. № 4-4. – С. 9-13.
2. Гаврилина Д. Н., Элькин М. Ф. Стратегическое развитие венчурных фондов в России // Стратегирование: теория и практика. 2022. Т. 2. № 3. С. 454-469.
3. Галич А. А., Мирзоян А. Г. Факторы недооценки IPO: технологический и нетехнологический секторы через призму теорий асимметрии информации и сохранения контроля // Финансы: теория и практика. 2025. Т. 29. №. 3. С. 45-58.
4. Докукина А. А. Корпоративный венчуринг как ключевой драйвер инновационного потенциала бизнеса и экономики // Экономика, предпринимательство и право. 2022. Т. 12. № 3. С. 1051-1064.
5. Махмуд Ю. Х. Аномалии IPO: влияние на эффективность первичных публичных предложений // Общество: политика, экономика, право. 2024. №. 5. С. 71-76.
6. Полилов В. А. Привлечение инвестиций путём выхода на рынок ценных бумаг (IPO) // Экономика и бизнес: теория и практика. 2023. № 6-2 (100). С. 110-115.
7. Сулеймазаде С. А. Венчурное финансирование стартапов: инструменты, стратегии и эффективность инвестирования // Управленческий учет. 2025. № 3. С. 55-59.
8. Хоботова С. Н., Слотина Н. В. Первичное публичное размещение (IPO) как способ привлечения инвестиций в условиях макроэкономической нестабильности // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2022. №. 4. С. 36-47.
9. Шкодинский С. В., Степанов Д. А. Российский венчурный рынок сегодня: проблемы трансформации // Вестник евразийской науки. 2023. Т. 15. №. 6. С. 65-69.
10. Benkraiem R., Gonçalves D., Shuwaikh F. The role of corporate venture capitalists in supporting the growth of their backed start-ups // European Business Review. 2023. Vol. 35. №. 5. P. 672-693.
11. Global Corporate Venturing Survey / IPO Readiness Reports [Электронный ресурс]. – URL: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/finance/topics/ipo.html>
12. Global IPO Trends [Электронный ресурс]. – URL: [https://www.ey.com/en\\_gl/ipo](https://www.ey.com/en_gl/ipo)
13. Market Statistics and IPO Data [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>
14. State of Venture Report [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends/>
15. The State of Innovation / Venture Capital Insights [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights>
16. Venture Pulse (Global Analysis of Venture Funding) [Электронный ресурс]. – URL: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/venture-pulse.html>

#### **Сведения об авторе**

**Нефедов Александр Александрович**, аспирант, Университет Синергия, Москва, Россия

#### **Information about author**

**Nefedov Alexander Alexandrovich**, postgraduate student, University “Synergy”, Moscow, Russia