

**Федеральное государственное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»**

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**  
Анализ финансовых предпосылок сделок по приватизации публичных  
компаний США

студента 4-го курса бакалаврской  
программы «Менеджмент»  
профиля «Финансовый менеджмент»,  
**Ганюшина Семена Михайловича**



*(подпись)*

Рецензент  
**Смирнов Марат Владимирович, к.э.н.**

*(подпись)*

Научный руководитель  
**Анрианов Александр Юрьевич, к.э.н.**

*(Отметка преподавателя о соответствии работы  
требованиям, датированная подпись преподавателя)*

Санкт-Петербург

2021

## **ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ПОДГОТОВКИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ**

Я, Ганюшин Семен Михайлович, студент 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки — Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Анализ финансовых предпосылок сделок по приватизации публичных компаний США», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

 /Ганюшин С.М./31.10.2019

## Оглавление

Введение .....	5
ГЛАВА 1. ПОЧЕМУ КОМПАНИИ УХОДЯТ С БИРЖИ?.....	10
1.1.        Предисловие к главе 1.....	10
1.2.        Затраты на соответствие законодательным стандартам корпоративного управления и внутреннего контроля .....	11
1.3.        Затраты на соответствие биржевым стандартам .....	13
Биржевые требования к корпоративному управлению и внутреннему контролю	14
Количественные биржевые стандарты .....	15
Обязательства по раскрытию информации как конкурентный недостаток.....	17
Проблемы корпоративного контроля .....	17
1.4.        Решения, направленные на минимизацию рисков несоответствия обязательным стандартам публичной компании .....	18
Финансовые и инвестиционные решения, принимаемые компаниями для соответствия количественным биржевым стандартам .....	19
Решения для сокращения издержек соответствия биржевым стандартам корпоративного управления	29
1.5.        Определение корпоративной приватизации как сделки по слиянию и поглощению	30
1.6.        Выводы по главе 1 .....	34
ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ ПРЕДПОСЫЛОК СОВЕРШЕНИЯ СДЕЛКИ ПО КОРПОРАТИВНОЙ ПРИВАТИЗАЦИИ	36
2.1.        Предисловие к главе 2.....	36
2.2.        Формулировка гипотез.....	37
Гипотезы о долговой нагрузке	38
Гипотезы о рыночной оценке	40
Гипотезы об инвестиционной привлекательности.....	41
Сводная таблица гипотез исследования .....	43

2.3.	Методология исследования .....	44
	Полупараметрическая модель пропорциональных рисков Кокса .....	44
	Параметрические модели выживаемости.....	48
	Допущение о пропорциональности рисков.....	49
2.4.	Описание данных .....	49
	Формирование выборки	49
	Описание переменных	54
	Описательная статистика переменных .....	57
	Парная корреляция между переменными.....	58
	Тесты на равенство средних	59
	Формулировка гипотез исследования в статистических гипотезах .....	62
2.5.	Проведение эмпирического исследования.....	63
	Статистика выживаемости	63
	Уровень инцидентности	64
	Кривые оценки риска	65
	Функция выживаемости по годам	67
	Построение моделей пропорциональных рисков .....	69
	Проверка гипотез о долговой нагрузке.....	70
	Проверка гипотез о рыночной оценке .....	71
	Проверка гипотез об инвестиционной привлекательности.....	71
	Интерпретация результатов эмпирического исследования.....	72
2.6.	Выводы по главе 2 .....	74
	Заключение.....	77
	Список использованной литературы .....	81
	Приложения.....	89
	Приложение 1. Выборка компаний, осуществивших корпоративную приватизацию	89
	Приложение 2. Выборка публичных прокси-компаний.....	91

## ВВЕДЕНИЕ

В 2015 году была опубликована исследовательская работа из бизнес-школ США и Канады под названием «Американский листинговый провал», авторы которой пытались объяснить, почему в 2012 году на американском фондовом рынке было представлено на 14% меньше компаний, чем в 1975 году, вопреки общемировой тенденции роста количества компаний, выпускающих акции. Исследователи ставили целью оценить применимость различных предположений о причинах делистинга, выдвигаемых экономистами ранее: значительное ужесточение корпоративного регулирования после скандалов с Enron и WorldCom, рост издержек публичного статуса для малых компаний, снижение количества стартапов и рост привлекательности частного капитала. Ни один из факторов, по мнению исследователей, не обладает достаточной силой, чтобы объяснить феномен провала. Одно исследование признают с уверенностью — основным драйвером делистинга являются сделки по слияниям и поглощениям [Doidge et al., 2015].

До провала предпринимались различные попытки определить причины ухода компаний с биржи. Бхарат и Диттмар [Bharath, Dittmar, 2010] утверждали, что, поскольку теории, относящиеся к издержкам и выгодам от выхода на биржу — это компромиссные теории, их также можно использовать для анализа решений фирм стать частными. Таким образом, согласно этим теориям, принятие решения об уходе с биржи будет зависеть от характеристик рынка и компании в определённый момент времени. Согласно работе Мартинес и Серв [Martinez, Serve, 2011], это решение принимается, когда издержки листинга превышает выгоду от пребывания в публичном секторе, т. е. когда происходит одно из двух: выгоды публичного статуса становятся ниже затрат на поддержание публичного статуса, или затраты превышают пороговое значение выгод публичного статуса. И хотя существуют способы повышения выгод и сокращения таких издержек без потери биржевого листинга, существенная часть компаний принимает решение о переходе в статус частной компании. Один из наиболее распространённых методов осуществления этого перехода — корпоративная приватизация [Silver, 2021].

Стоит отметить, что чаще всего термин «приватизация» употребляется по отношению к приобретению государственной собственности частными лицами или найм исполнительной властью частного подрядчика для осуществления операций в интересах государства. Использование слова «приватизация» в этом смысле стало преобладать в англоязычной литературе 1980-х годов на фоне политики тэтчеризма в Великобритании и рейганомиики в США, а также в современной русскоязычной литературе в результате перехода некоторых бывших советских республик к экономическим моделям правого крыла.

Однако в последние десятилетия слово «приватизация» приобретает более широкое значение и всё чаще используется в научной и публицистической литературе как процесс перехода того или иного объекта от общественного контроля к частному. Предполагается, что под «общественным контролем» понимается, в том числе, возможность приобрести голосующие акции на открытом рынке. Во многих общих и профильных справочниках в определении слова «приватизация» фигурирует слово “public” (англ. — общественный; находящийся в государственной или муниципальной собственности; торгующийся на бирже) вместо или вместе с governmental (англ. — государственный) [Dictionary.com, 2012] [The Economic Times]. Например, Райт и др. [Wright, Hoskisson, Busenitz, Dial, 2000] при исследовании мотивации в управленческих выкупах (management buyouts, MBOs) использовали термин *privatization* («приватизация») как в отношении государственных компаний, переходящих в частные руки, так и в отношении публичных компаний, уходящих с биржи. Уже у Ду и др. [Du, He, Yuen, 2013], а также у Барсена-Руиза и Гарсон [Bárcena-Ruiz, Garzón, 2018] термин «приватизация» используется исключительно для описания процесса ухода публичной компании с биржи, так как фокусом их исследований не являются активы в государственной собственности. В 2018 году новости об амбициозных планах Илона Маска выкупить акции компании Tesla с биржи включали слова *privatisation* — в британских изданиях [BBC, 2018], *privatization* — в американских [Wesoff, 2018] и «приватизация» — в российских [Меньщиков, 2018]. Лекцию, посвящённую этому событию, известный исследователь в области финансов и инвестиций, преподаватель Нью-Йоркского университета Штерна Асват Дамодаран озаглавил «The privatization of Tesla: stray tweet or deal to come?» (Приватизация Tesla: бесцельный твит или свершившаяся сделка?) [Damodaran, 2018].

Наблюдаемая семантическая динамика может также быть косвенным подтверждением актуализации тематики ухода публичных компаний с биржи через сделки по слияниям и поглощениям. По статистике, более половины делистингов с американской биржи NASDAQ — результат M&A [Statista Research Department, 2014].

В статье на популярном портале Investopedia Харгрейв [Hargrave, 2021] предлагает называть смену публичного статуса компании на частный не иначе как *corporate privatisation* (досл. корпоративная приватизация). Таким образом, термины «корпоративная приватизация» и «приватизация» в настоящем исследовании необходимо понимать как «процесс перехода публичной компании в частную (непубличную) собственность». Синонимом корпоративной приватизации можно считать термин “going private”.

Существует необходимость в исследовании феномена корпоративной приватизации и причин её осуществления компаниями. Следовательно, выдвинута **цель исследования:**

определить, в каких финансовых показателях могут содержаться предпосылки принятия компанией решения о приватизации.

Для достижения цели исследования были сформулированы следующие **задачи**:

1. изучить альтернативные подходы к решению проблем публичного статуса компании и вывести отличительные особенности корпоративной приватизации;
2. провести обзор литературы по теме корпоративной приватизации, делистинга, слияний и поглощений для составления списка возможных факторов, приводящие компанию к уходу с биржи;
3. рассмотреть статистику сделок по корпоративной приватизации и выделить наиболее приватизируемую отрасль;
4. провести эмпирическое исследование по наиболее приватизируемой отрасли, направленное на определение детерминант корпоративной приватизации из списка возможных факторов;
5. составить выводы на основе результатов исследования.

Актуальность исследования подтверждается не только феноменом американского листингового провала, но и превышением количества делистингов над количеством IPO на отдельно взятых национальных рынках капитала за пределами США. Одной из наиболее обсуждаемых является листинговой провал Сингапурской фондовой биржи — одной из крупнейших бирж в Азии [Lee, 2017] [Ruehl, Lockett, 2020]. В 2016 году количество делистингов с Варшавской фондовой биржи впервые за её историю сравнялось с количеством дебютов, а с 2018 года ежегодное количество делистингов на польской площадке превышает ежегодное количество листингов как минимум втрое [Sas, 2021]. С 2016 года падает количество эмитентов на Копенгагенской фондовой бирже и бирже NASDAQ Copenhagen [Statista Research Department, 2020]. По данным ОЭСР, за последние 20 лет количество португальских компаний в публичном статусе сократилось на две трети [OECD, 2020]. Листинговые провалы не являются феноменом, исключительным для рынков развитых стран — например, существенные падения в количестве публичных компаний наблюдаются на фондовых биржах ЮАР [Business Insider South Africa, 2020] и Нигерии [Oxford Business Group, 2015]. В это же время, с 2009 по 2018 год почти втрое увеличилось общемировое ежегодное количество выкупов с использованием частного капитала (как будет показано далее в работе, значительная часть подобных сделок относится к корпоративной приватизации) [Rudden, 2017].

Основными причинами делистинга российских корпораций на Мосбирже (ранее — ММВБ) в последние годы эксперты называют падение интереса иностранного инвестора к компаниям добывающего сектора, который составляет значительную часть российской

экономики, а также рост рыночной премии, из-за которого привлечение заёмных средств становится выгоднее, чем наращение акционерного капитала [Ломская, 2019]. Результатом стало отсутствие каких-либо размещений акций российских компаний в 2018 году (в том числе на иностранных площадках) [Моргун, 2019], а в 2020 году больше компаний ушло с российской биржи, чем появилось на ней [Пучкарев, 2020]. Сейчас российский рынок считается одним из наименее привлекательных в мире для проведения IPO или совершения сделок по слияниям и поглощениям [Rudden, 2020].

Однако американский фондовый рынок на данный момент предоставляет больше всего информации, которая может использоваться в анализе предпосылок корпоративной приватизации. Рынок капиталов США — один из самых больших в мире — рассматривается в достаточном количестве исследований на смежные тематики, а также подвергается вниманию деловых СМИ.

Корпоративная приватизация в настоящей работе исследуется с двух сторон: как инструмент (причина) делистинга и как сделка M&A. Результаты этой работы могут использоваться для анализа феномена листингового провала за пределами США (в том числе на российской фондовой бирже), оценке последствий этого феномена для участников фондового рынка и разработке соответствующих решений компаниями-эмитентами, сторонними консультантами, финансовыми институтами и государственными регуляторными органами.

Глава 1 настоящего исследования посвящена изучению издержек публичного статуса. Рассмотрены затраты и риски компаний, связанные с обращением их акций на фондовом рынке. В главе также затронуты методы сокращения этих издержек с сохранением места компании на бирже. Подробное рассмотрение каждого из этих методов с привлечением эмпирических исследований прошлых лет покажет, что их применение не приводит к существенному облегчению издержек публичного статуса в долгосрочном периоде. В предпоследнем разделе первой главы рассмотрены сделки по слияниям и поглощениям как один из основных способов покинуть биржу, а также сформулировано подробное определение термина «корпоративная приватизация».

Во второй главе исследования выдвинуты и проверены гипотезы о том, какие финансовые показатели влияют на принятие решений компаниями об осуществлении корпоративной приватизации. Определена методология эмпирического исследования. Составлены критерии к выборке компаний, осуществивших корпоративную приватизацию в период с 2010 по 2019 годы, а также прокси-выборке компаний, оставшихся публичными. Собраны данные из базы Thomson Reuters Eikon и Datastream, а также приведена описательная статистика этих данных. В рамках эмпирического исследования построены

четыре модели выживаемости: полупараметрическая модель Кокса, а также параметрические модели Каплана-Мейера, Вейбулла и Гомпертца. Для оценки параметров моделей использован программный пакет StataMP 16.0. Приведена вербальная интерпретация результатов эмпирического исследования.

## ГЛАВА 1. ПОЧЕМУ КОМПАНИИ УХОДЯТ С БИРЖИ?

### 1.1. Предисловие к главе 1

Новости о выходе на IPO высокотехнологичных компаний нередко располагаются на первых полосах крупнейших деловых изданий. Получение публичного статуса — ключевой шаг компании, ожидаемый собственниками. Одним из источников получения выгоды для фондов венчурного капитала при осуществлении инвестиции в стартап может являться продажа акций компании на биржевом рынке с премией.

К преимуществам публичных компаний перед частными относятся:

- Репутация. Необходимость публичных компаний внедрять практики корпоративного управления и раскрывать информацию даёт поставщикам и клиентам сигнал о добросовестности её деятельности.

- Высокая скорость привлечения дополнительных средств. Чем крупнее компания, тем важнее для неё развитие за счёт поглощений и инвестирования в долгосрочные активы, а также создание резервов рабочего капитала с целью минимизации рисков. Помимо эмиссии долгового капитала, доступной и непубличным компаниям, у публичных компаний есть возможность относительно быстро и дёшево привлечь финансирование подобного рода решений посредством эмиссии ценных бумаг.

- Возможность осуществлять оплату акциями. Публичные компании могут выплачивать дивиденды, совершать сделки по поглощениям, вознаграждать сотрудников и выполнять свои обязательства по договорам с поставщиками и подрядчиками посредством выпуска обыкновенных акций или деривативных инструментов на них.

- Ликвидность собственного капитала. Портфельные инвесторы компании могут без труда продать свой капитал на бирже частично или полностью. Хотя стратегические инвесторы и инсайдеры вынуждены подавать документы в Комиссию по биржам и ценным бумагам, процесс выхода из бизнеса для них значительно облегчён по сравнению с владельцами частного бизнеса.

Вышеуказанный ряд преимуществ публичной формы собственности наталкивает на закономерный вопрос: почему не каждая компания выходит на IPO при первой же возможности? Более того, в последнее десятилетие американские компании чаще осуществляли делистинг, таким образом прекращая обладать публичным статусом, - данный феномен специалисты финансового рынка назвали «американской листинговой ямой». Что же останавливает компании перед выходом на биржу или заставляет их уходить с неё?

Ответ довольно прост — всем этим преимуществам есть цена, и для многих компаний эта цена превышает выгоды. В этом разделе будут подробно затронуты издержки статуса, с которым приходится сталкиваться публичным компаниям, и как эти издержки отражаются на их финансовой результативности.

## **1.2. Затраты на соответствие законодательным стандартам корпоративного управления и внутреннего контроля**

Корпоративное управление — система взаимоотношений между владельцами компании, ее менеджерами и иными заинтересованными в деятельности компании сторонами по вопросам защиты интересов каждой из сторон, обеспечения эффективности деятельности компании и устойчивости ее деятельности [Дубовицкая]. Согласно Организации экономического сотрудничества и развития, членом которой являются Соединённые Штаты, задача корпоративного управления — построение основанной на доверии, прозрачности и ответственности окружающей среды компании для стимулирования долгосрочных инвестиций, финансовой стабильности и целостности бизнеса.

К стандартам корпоративного управления относят принципы, правила и нормы, связанные с предотвращением финансовых махинаций, злоупотребления должностными полномочиями и неэтических практик [OECD, 2015]. Для компании эти стандарты могут носить обязательный характер, если они закреплены в законодательных актах или правилах обращения ценных бумаг на бирже. В качестве дополнительного шага компания может следовать рекомендуемым принципам корпоративного управления, формулируемым межкорпоративными ассоциациями, или разработать собственный корпоративный кодекс, затрагивающий взаимодействие совета директоров, менеджмента, акционеров и других заинтересованных сторон.

В Соединённых Штатах основным законодательным актом в области корпоративного управления является «Акт о реформе ведения счетов публичных компаний и защите интересов инвесторов», также называемый актом Сарбанса-Оксли (SOX) по фамилии авторов. Подписанный президентом Джорджем Бушем в 2002 году, документ стал главной реакцией законодательной системы Соединённых Штатов на ряд корпоративных скандалов начала века.

Акт Сарбанса-Оксли включил в себя 11 глав, законодательно закрепивших обязательность многих стандартов корпоративного управления, включая:

- обеспечение независимости аудитора от аудируемой компании;

- индивидуальную ответственность топ-менеджмента за точность и добросовестность составления финансовой отчётности;
- обязанность главного исполнительного директора лично заверять налоговые декларации и др.

Чтобы гарантировать соблюдение новых стандартов, акт Сарбанса-Оксли расширил права Комиссии по биржам и ценным бумагам в применении санкций в отношении компаний и их заинтересованных лиц, а также ужесточил наказание (включая увеличение максимальных тюремных сроков) за так называемые «white collar crimes»: преступления, связанные со злоупотреблением корпоративными полномочиями. Корпорации были вынуждены расширять обязанности сотрудников, поднимая им зарплату, нанимать новый персонал и создавать новые подразделения.

Ежегодно консалтинговая компания Protiviti, специализирующаяся на внутреннем контроле и риск-менеджменте, публикует результаты опроса менеджеров о различных аспектах затратах их компаний на соответствие SOX. Согласно отчёту за 2020 год, представители компаний оценивают такие затраты от нескольких сотен тысяч до двух и более миллионов долларов США [Protiviti, 2020], не включая вознаграждение аудиторским фирмам.

Хотя SOX распространяется на компании любых организационно-правовых форм, наибольшее влияние он оказывает на публичные компании и частные компании, планирующие осуществить IPO или слияние с публичной компанией, а также эмитирующие долговые ценные бумаги [Dunsmore, 2004]. Последствиями принятия SOX также стали снижение количества IPO и увеличение числа компаний, тем или иным образом осуществившим делистинг [Zhang, 2007].

Другим последствием принятия акта Сарбанса-Оксли стал стремительный рост цен на аудиторские услуги и дефицит специалистов по аудиту в первые годы после принятия, а также изменение концепции взаимоотношений между аудитором и аудируемой фирмой [Denning, 2017]. По словам одного из менеджеров, после внедрения новых стандартов коммуникация с представителями аудиторской фирмы стала больше похожа на «обследование у психиатра», чем на получение профессиональной деловой консультации. «Вместо чёткого ответа на тот или иной наш вопрос о ведении учёта, они [аудиторы] выворачивают его наизнанку и спрашивают, как мы считаем, что нужно сделать. На наше предложение они разве что отвечают неопределёнными комментариями. <...> Наши отношения с аудиторской фирмой ухудшились, тарифы повысились, аудиторы стали пренебрегать клиентами меньшего размера» [Securities and Exchange Commission, 2005]. До принятия акта Сарбанса-Оксли менеджеры в большей степени воспринимали аудиторов как

консультантов в вопросах ведения счетов и подготовки публичных отчётов, а после принятия — как арбитров и контролёров, приносящих больше проблем, чем решений [Katz, 2005].

В первые несколько лет многие негативно относились к акту Сарбанса-Оксли, однако через несколько лет стало очевидно позитивное влияние данного нормативно-правового акта на ведение бизнеса в США. Исследователи заявили об упрочнении корпоративного контроля, стандартизации информационных процессов, упрощении организационных практик и улучшении качества внутреннего контроля [Wagner, 2006], и по прошествии десятилетия стало более популярно мнение, что акт Сарбанса-Оксли поспособствовал общему росту благосостояния акционеров за счёт повышения уверенности в компаниях и оздоровления информационной среды [Hanna, 2014]. Однако и сторонники закона признают, что выдвигаемые актом требования в значительной степени повышают стоимость сохранения публичного статуса, в особенности для малых компаний [Gates, 2007].

### **1.3. Затраты на соответствие биржевым стандартам**

Одним из важных источников дохода для биржи являются однократные взносы при регистрации определённого класса ценных бумаг, а затем и уплачиваемые за каждый класс и зависящие от объёма эмиссии ежегодные взносы. Эти взносы осуществляются инвестбанками — андеррайтерами эмитента как вычет из их поступлений от продажи акций. Поэтому с первого взгляда кажется нелогичным, что торговые площадки выдвигают различные биржевые стандарты для своих же клиентов. Компании, планирующие осуществить IPO на определённой бирже, должны соответствовать initial listing standards («начальные стандарты листинга»). Компании, ценные бумаги которых уже доступны для приобретения, обязаны следовать continued listing standards («стандарты текущего листинга»), иначе они рискуют стать жертвами так называемого involuntary delisting («недобровольного делистинга» или «вынужденного делистинга») - снятия ценных бумаг с торгов по инициативе торговой площадки. На фондовом рынке США, согласно параграфу 240.12d2-2 раздела 17 свода Федеральных нормативных актов, в случае несоответствия стандартам биржа обязана направить публичное предупреждение эмитенту и предоставить как минимум 10 дней перед непосредственным осуществлением делистинга. Если за это время компании не удастся принять меры для сохранения регистрации своих ценных бумаг, то они снимаются с торгов, что вынуждает акционеров осуществлять операции с этими ценными бумагами на внебиржевом рынке [Cornell Law School, 2005].

Руководители бирж отдают себе отчёт в том, что данные стандарты являются барьером многим компаниям для выхода на IPO. Чем выше стандарты на отдельно взятой

бирже — тем меньше компаний смогут позволить себе выпустить на ней акции или поддерживать регистрацию существующих — тем ниже потенциальные денежные поступления от вышеупомянутых взносов.

Однако биржевые стандарты играют очень важную роль для фондового рынка в целом и бирж в частности — они ограничивают оборот ценных бумаг манипулятивного качества, тем самым снижая репутационные риски торговых площадок и повышая привлекательность фондового рынка для инвесторов.

Как правило, эти стандарты выражены в требованиях к корпоративному управлению и осуществлению внутреннего контроля в компании, а также к количественным показателям акции и финансовой отчётности.

### **Биржевые требования к корпоративному управлению и внутреннему контролю**

Чаще всего биржевые стандарты корпоративного управления и внутреннего контроля повторяют или дополняют требования Акта Сарбанса-Оксли. В таблице 1.1 рассмотрены стандарты корпоративного управления, налагаемые на эмитентов ценных бумаг, обращающихся на любой из бирж группы NASDAQ.

**Таблица 1.1.** Некоторые стандарты корпоративного управления и внутреннего контроля для компаний, эмитирующих ценные бумаги на NASDAQ

<b>Объект стандартизации</b>	<b>Требования</b>
Совет директоров	Независимые директора должны составлять большинство в Совете директоров компании. К независимым директорам не относятся текущие и недавно ушедшие сотрудники компании, их родственники, представители материнских, дочерних компаний и важнейших партнёров, владельцы и родственники владельцев крупных пакетов акций.
Комитет по аудиту	Комитет по аудиту должен полностью состоять из независимых директоров, обладающих достаточными компетенциями в сфере финансового учёта.
Комитет по вознаграждениям исполнительных директоров	Комитет по аудиту должен состоять только из независимых директоров, к которым предъявляются повышенные требования в отношении заинтересованности.
Собрание акционеров	На собрании акционеров решения могут быть приняты только при соблюдении кворума в 33,(3)% голосующих акций.

**Таблица 1.1.**      Некоторые стандарты корпоративного управления и внутреннего контроля для компаний, эмитирующих ценные бумаги на NASDAQ  
(продолжение)

Объект стандартизации	Требования
Эмиссия ценных бумаг	<p>Компания обязана получить одобрение собрания акционеров, если</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• эмиссия проводится с целью финансирования сделки на сумму в 20% стоимости акций в обращении или более;</li> <li>• в результате эмиссии появится или изменится владелец контролирующего пакета;</li> <li>• эмиссия используется для вознаграждения топ-менеджмента;</li> <li>• 20% эмитируемых ценных бумаг или более планируется продавать дешевле, чем по текущим ценам.</li> </ul>

**Источник:** [Nasdaq, 2021]

По словам менеджеров компаний, исполнение биржевых требований вызывает относительно небольшие затраты по сравнению с исполнением требований по акту Сарбанса-Оксли. Более того, благодаря тому, что акт Сарбанса-Оксли вынудил компании внедрить ряд практик корпоративного управления и внутреннего контроля, следование биржевым стандартам не потребовало значительного расширения персонала или роста расходов на услуги третьих лиц [Katz, 2005].

#### **Количественные биржевые стандарты**

Хотя далеко не все компании, меняющие форму собственности на частную, испытывают проблемы с соблюдением количественных биржевых стандартов листинга, они являются показательной точкой отсчёта для анализа причин, по которым присутствие ценных бумаг на бирже является для компаний скорее недостатком, чем преимуществом. В Таблице 1.2 представлены текущие количественные листинговые стандарты для секторов Global и Global Select фондовой биржи Nasdaq по состоянию на март 2021.

**Таблица 1.2.** Количественные продолженные листинговые стандарты Nasdaq Global и Nasdaq Global Select.

<b>Субъект требований</b>	<i>Стандартная группа «Акционерный капитал»</i>	<i>Стандартная группа «Рыночная стоимость»</i>	<i>Стандартная группа «Активы и выручка»</i>
Акции в свободном обращении	Не менее 750,000;	Не менее 1,100,000;	Не менее 1,100,000;
Рыночная стоимость акций в свободном обращении	Не менее US\$5,000,000;	Не менее US\$15,000,000;	Не менее US\$15,000,000;
Покупная цена акции (bid price)	Не менее US\$1;	Не менее US\$1;	Не менее US\$1;
Количество владельцев акций	Не менее 400;	Не менее 400;	Не менее 400;
Количество активных участников рынка	Не менее 2;	Не менее 4;	Не менее 4;
Специфическое требование стандартной группы	Акционерный капитал: не менее US\$10,000,000.	Рыночная стоимость всех акций торгуемого класса: не менее US\$50,000,000.	Общие активы и общая выручка: не менее US\$50,000,000 по каждому показателю в последний отчётный год или в два из трёх предыдущих отчётных года.

**Источник:** [Nasdaq, 2021]

Примечание: для компаний, акции которых торгуются на Nasdaq Global или Nasdaq Global Select, достаточно соответствовать одной из стандартных групп.

Падения фондового рынка вынуждают биржи облегчать стандарты листинга, иначе значительной части компаний пришлось бы уйти на внебиржевой рынок. Наиболее ярким примером является временное облегчение стандартов Нью-Йоркской биржи в апреле 2020

года, вызванное падением рынка из-за распространения коронавирусной инфекции [Rousseau, Layfield, Kimball, 2020]. Похожие меры были также предприняты биржей NASDAQ [Securities and Exchange Commission, 2020]. Стоит отметить, что данные меры имели общий характер, так как значительному падению подверглись даже компании с наивысшим кредитным рейтингом. Реализация риска, вызванного коронавирусной инфекцией, имела рыночный, а не специфический характер.

### **Обязательства по раскрытию информации как конкурентный недостаток**

В 2004 году Комиссия по биржам и ценным бумагам провела опрос менеджеров компаний о том, какие последствия вызвал Акт Сарбанса-Оксли, и опубликовала некоторые анкеты в анонимном порядке. Согласно ему, менеджеры негативно оценили требования закона и его последствия, посчитав, что предоставляемая по новым стандартам информация может использоваться конкурентами, клиентами и потенциальными клиентами, чтобы наносить ущерб публичной компании. Один из респондентов привёл ситуацию, в которой крупный клиент, получая детальную информацию о результативности тех или иных сегментов, требует понижения цен; частная фирма — конкурент может использовать эту информацию для более точного планирования своей деловой стратегии. Инвесторы же не извлекают компенсирующей выгоды от предоставления этой информации, а только теряют ещё больше, так как публикация информации о компании как конкурентный недостаток негативно отражается на ценности собственного капитала [Katz, 2005].

### **Проблемы корпоративного контроля**

Мер, предпринятых после скандалов с компаниями Enron и Worldcom, в первую очередь акта Сарбанса-Оксли и биржевых требований к корпоративному управлению и внутреннему контролю, оказалось недостаточно для того, чтобы исправить так называемую «проблему безбилетника» в контексте корпоративного мониторинга.

После 2002, новая политика финансовых регуляторов и национальных бирж США в отношении корпоративного контроля выдвигала повышенные требования к обеспечению независимости принятия решений в совете директоров. Независимые директора — образованные и опытные люди, не имеющие тесных связей с менеджментом компании — должны были составлять большинство как самого совета, так и комитета по аудиту. Установившийся таким образом порядок осуществления корпоративного управления был призван гарантировать прозрачность принимаемых решений и соблюдение интересов инвесторов.

Тем не менее, такая модель взаимодействия собственников, управленцев и директоров не спасает инвесторов некоторых компаний от злоупотребления агентскими полномочиями их менеджментом.

Хорошо исследованным примером проблемы, не решаемой новыми стандартами корпоративного управления, является так называемая «проблема безбилетника». В следующих абзацах будет рассмотрен базовый сценарий проблемы безбилетника, хотя в разных ситуациях данная проблема может комбинироваться с наличием заинтересованности, неформальными внутрифирменными связями и так далее.

Дело в том, что некоторые менеджеры, как правило, сами являются членами совета директоров компании и имеют право голоса, в том числе главный исполнительный директор. Очевидно, что из всех членов совета они обладают наибольшим количеством информации о компании. Обязанностями же независимых директоров являются максимально возможное преодоление возникающей в совете информационной асимметрии и составление непредвзятого мнения «ex ante» о решениях, предлагаемых менеджментом. За выполнение своих обязанностей независимые директора получают щедрое жалование.

Однако в некоторых компаниях наблюдались случаи, когда независимые директора сознательно не прилагали усилий к составлению независимого мнения, получая необходимую информацию в день собрания Совета во время презентаций менеджментом, составляя таким образом мнение «ex post». В свою очередь менеджмент использовал это явление в угоду личным интересам, выставляя презентуемые данные в определённом свете. Голоса таким образом распределялись в пользу принятия предложений менеджмента, хотя существовал высокий риск неэффективности этих решений для компании.

Самой большой преградой на пути некоторых компаний, столкнувшихся с этой проблемой, к соблюдению интересов инвесторов является структура самих инвесторов. Акции таких компаний были распылены настолько, что акционерам не хватало голосов, чтобы прийти к единому решению по изгнанию одних независимых директоров из компании и назначению новых, а также найму нового топ-менеджмента. Таким образом, менеджменту удаётся пользоваться сложившимся неформальным распределением власти в своих интересах, директорам удаётся оставаться в совете, ничего не делая, а акционеры компании остаются бессильны и теряют ценность своего капитала [Fluck, Khanna, 2007].

#### **1.4. Решения, направленные на минимизацию рисков несоответствия обязательным стандартам публичной компании**

Согласно теории корпоративных финансов, ценность компании приходит «с левой стороны баланса» — основным источником повышения благосостояния акционеров является осуществление эффективных капиталовложений. С другой стороны, исходя из расширенного толкования принципа Модильяни-Миллера почти все финансовые решения имеют в лучшем случае нулевую ценность [Modigliani, Miller, 1963]. Следовательно, при

анализе выгод и потерь, исходящих из публичного статуса, менеджмент компании должен в первую очередь обращать внимание на задачи инвестиционной деятельности и управления активами: насколько высока потребность в крупном инвестировании, требуется ли создание резервов рабочего капитала в связи с сезонностью или цикличностью бизнеса, насколько раскрытие информации подвергает компании конкурентным рискам и так далее. Очевидно, что модель принятия таких решений будет зависеть от отраслевых особенностей и спецификации бизнес-модели компании.

Однако в суровой реальности в компаниях часто реализуются риски, обнажающие неэффективность принимаемых финансовых решений. Некомпетентность менеджмента или злоупотребление им своими полномочиями, переменчивость внешней среды, природные катастрофы и «black swans» приводят к неизбежности принятия неэффективных решений в области финансирования. В этих условиях финансовые решения могут служить источником значительных изменений рыночной ценности компании в отдельности от инвестиционных или операционных решений.

Таким образом, среди финансовых директоров складывается практика принятия решений, оказывающих непосредственное влияние на благосостояние инвесторов. Часть этих решений может применяться для управления рисками компаний, издержки публичного статуса которых, как минимум, занимают значительное место в структуре экономических потерь компании, а как максимум, превышают выгоды данного статуса.

В этой главе мы рассмотрим некоторые решения, принимаемые менеджментом в отношении положения компании на финансовом рынке и направленные на минимизацию потерь, связанных с требованиями к публичным обществам.

### **Финансовые и инвестиционные решения, принимаемые компаниями для соответствия количественным биржевым стандартам**

Бывает, что восприятие операционной и инвестиционной деятельности компании фондовым рынком не позволяет избежать биржевых санкций, связанных с несоблюдением количественных требований к ценной бумаге. В таких случаях менеджмент компании обращается к методам, имеющим довольно математический характер. Некоторые из них считаются здоровыми решениями и воспринимаются рынком как определённый способ исполнения агентами своих обязательств перед принципалами. Другие же напоминают проделки предприимчивого москвича из романа «Мастер и Маргарита», который поставил перегородку в трёхкомнатной квартире и продал её как пятикомнатную. Так или иначе все эти способы позволяют избежать технических требований, хотя собственникам приходится нести за них ответственность в форме изменения цен акций.

### *Обратный выкуп*

Обратный выкуп акций — распространённая практика среди компаний на разных этапах жизненного цикла, хотя, как правило, они чаще используются зрелыми прибыльными компаниями. Технически, такое решение относится к инвестиционной деятельности и имеет нулевую ценность при соблюдении гипотезы об эффективности рынков [Брейли, и др., 2008].

Анонс об обратном выкупе должен содержать в себе информацию о цене выкупа, максимальному количеству выкупаемых акций и дате клиринга. Более того, компания должна обеспечить равный доступ акционеров к продаже, так как принятие решения о выкупе акций у определённого акционера может быть расценено как нарушение закона. В обязательства компании входит доведение этой информации до всех акционеров.

Для достижения максимальной эффективности процедуры компания может устроить так называемый «голландский аукцион»: компания задаёт планируемый объём выкупа и максимальную цену выкупа одной акции и начинает принимать заявки от акционеров. Акционеры должны указать предлагаемый объём продажи и цену, не превышающую установленную. В определённый день компания фиксирует заявки и начинает осуществлять выкуп по наименьшим предложенным ценам до тех пор, пока целевой объём не будет достигнут.

Обратный выкуп акций имеет следующие цели:

- Увеличение рыночной стоимости акции. В ожидании выкупа по фиксированной цене с премией рыночная цена как правило торгуется вокруг заявленной цены. Также объявление о выкупе может рассматриваться как сигнал менеджмента о том, что компания недооценена.
- Демонстрация финансовой устойчивости компании. Решение о выкупе является показателем того, что компания владеет достаточным количеством средств, чтобы обеспечить стабильность своей операционной и финансовой деятельности. Исследования [S&P Dow Jones Indices, 2020] показывают, что в кризисных ситуациях — таких, как, например, падение доходов предприятий в связи с распространением коронавирусной инфекции — объём обратного выкупа сокращается, что свидетельствует о том, что решения о выкупе акций характерны для компаний со здоровым финансовым состоянием.
- Увеличение прибыли на акцию. После осуществления выкупа компания может ликвидировать акции или отразить их на балансе как казначейские — таким образом, количество акций в свободном обращении снижается, а различные показатели, рассчитываемые из этого количества, улучшаются.

- Выполнение обязательств перед акционерами. Так как целью фирмы является увеличение ценности для акционеров, компания обеспечивает повышенную доходность за счёт повышения рыночной цены или выплаты с премией.

- Альтернатива выплате дивидендов. Если компания стремится сохранить коэффициент реинвестирования и при этом избавиться от излишков денежных средств, она может использовать их для выкупа акций и таким образом повысить благосостояние акционеров.

- Снижение числа акционеров. В случаях, когда компания не испытывает проблем с выполнением биржевых стандартов по количеству акционеров, её менеджмент может принять решение о выкупе акций для того, чтобы из капитала компании вышла часть портфельных инвесторов. Таким образом, прибыль и дивиденды компании будут делиться на меньшее число акций. Помимо этого, стратегические инвесторы будут обладать более весомым количеством голосов, требования по кворуму к собранию акционеров будут легче выполняться, а взаимодействие менеджмента, совета директоров и собственников упрочнится.

- Рост объёма торгов. Акции компаний, объявившие об обратном выкупе, привлекают больше внимания портфельных инвесторов и специалистов по арбитражу акций.

- Защита от враждебных поглощений. Если сторонней компанией был объявлен нежелательный выкуп акций, то компания может попытаться перебить ставку, объявив об обратном выкупе с бóльшей премией.

Однако обратный выкуп несёт за собой ряд проблем, в том числе выражающихся в негативной реакции рынка.

- Падение акции после осуществления обратного выкупа. Часто портфельные инвесторы не видят долгосрочного эффекта от обратного выкупа, и единственная его ценность для них заключается в получении выплаты от компании.

- Обратный выкуп акций может сообщать акционерам об отсутствии возможностей роста, так как считается, что растущая компания будет использовать излишки своих денежных средств для осуществления капитальных инвестиций или наращивания рабочего капитала с целью рыночной экспансии.

- Компания оплачивает приобретаемые акции из собственных доступных денежных средств, что снижает её рабочий капитал и, следовательно, ликвидность.

- Так как образованные в результате выкупа казначейские акции, согласно общепринятым стандартам бухгалтерского учёта, отражаются по отрицательному счёту в

пассивах, активы компании снижаются на размер денежных средства, затраченных на выкуп.

Таким образом, обратный выкуп не является достаточной мерой для ликвидации всех издержек публичного статуса. Обратный выкуп акций может даже ухудшить ситуацию, если компания испытывает затруднения с выполнением стандартов по количеству акций в свободном обращении, количеству акционеров или размеру акционерного капитала. Очевидно, что такая мера способна увеличить ценность компании в краткосрочном периоде, однако менеджменту следует инкорпорировать его в более долгосрочные комплексные стратегические решения. Безусловно, обратный выкуп поможет компании избежать дерегистрации ценных бумаг в связи с несоответствием ценовым биржевым стандартам, однако данная процедура является довольно дорогой для исполнения и, следовательно, может серьезно подорвать финансовую устойчивость небольшой компании.

#### *Обратный сток-сплит*

Процесс конвертации  $m$  акций в  $n$  акций одного класса одного эмитента, при условии, что  $m$  больше  $n$ , называется обратным сток-сплитом или обратным дроблением акций. Очевидно, что в теории (формула (1.1)):

$$\text{цена новой акции} = \text{цена старой акции} * \frac{m}{n}; \quad (1.1)$$

поэтому решение об обратном дроблении акции может позволить компании избежать делистинга в связи с покупной ценой акции, не достигающей US\$1.

Помимо выполнения биржевых требований, обратный сток-сплит может преследовать следующие задачи:

- привлечение внимания инвесторов, политика инвестирования которых включает минимальный порог по ценам акций;
- сокращение числа акционеров до 2,000 и осуществление последующего делистинга с целью облегчить регулятивное бремя [Securities and Exchange Commission, 2016];
- повышение привлекательности компании в качестве мишени для сделок M&A — меньшее число инвесторов может подразумевать меньшую премию, необходимую для оплаты эквайером [Ganti, 2021].

Яркий пример — обратный сток-сплит Priceline.com, осуществлённый 16 июня 2003 года, в рамках которого 6 акций было конвертировано в одну новую. Операции

предшествовало падение акций с US\$100 до US\$1, вызванное в первую очередь крахом «доткомов», хотя на момент конвертации акции росли и торговались на уровне чуть выше US\$3. Менеджмент Priceline.com аргументировал решение необходимостью корректировки количества акций в обращении для соответствия конкурентам. В 2016 году компания переименовалась в Booking Holdings — по названию своего самого узнаваемого актива — и на момент написания владеет Booking, Agoda, RentalCars и многими другим лидирующими брендами в индустрии путешествий. Многие называют сток-сплит, осуществлённый в 2003, одним из важнейших решений, повлиявших на успех компании в будущем [Caplinger, 2016].

Однако обратные сток-сплиты, осуществлённые такими компаниями как Citigroup или Priceline.com являются скорее успешными аномалиями, чем показательными примерами. Среди инвесторов считается, что корпорации осуществляют обратный сток-сплит не от «хорошей жизни» — участники рынка небезосновательно воспринимают такое событие как попытку искусственного увеличения цены акции [Francis, 2021]. Один из руководителей инвестиционной компании заявляет, что принятие подобного решения есть «признание наличия серьёзных трудностей» [Davis, 2021]. Согласно исследованиям, акции американских компаний, объявивших об осуществлении обратного сток-сплита, в среднем падают на 21.74% за месяц [Radcliffe, Gillespie, Gillespie, 1979]. Компания, принявшая решение о сток-сплите с целью избежать делистинга по несоответствию ценовому стандарту, подвергает себя риску падению стоимости акционерного капитала ниже минимальных допустимых уровней и потере уверенности инвесторов в долгосрочном периоде.

#### *Дополнительная эмиссия*

Дополнительная эмиссия акций — нередкая мера, на которую идут компании уже после осуществления IPO. На такой шаг компании могут идти по разным причинам:

- Менеджмент компании видит возможности роста и стремится привлечь дополнительный капитал для осуществления инвестиций;
- В случае, если стоимость долгосрочного долга компании превышает текущие процентные ставки, компания может привлечь собственный капитал для погашения текущих кредитов или долевых бумаг и привлечь кредиты/издать долевые бумаги с более низкой ставкой;
- Компания рискует обнаружить недостаток средств для выплаты процентов по кредитам, и ей необходим дополнительный капитал для покрытия этих расходов и обеспечения устойчивости;

- Количество акций в свободном обращении недостаточно для соблюдения требований биржи;
- Круг акционеров сократился до показателя ниже биржевого минимума;
- Стоимость акционерного капитала ниже биржевого стандарта.

В зависимости от параметров осуществляемой дополнительной эмиссии, компания может предлагать акции нового выпуска по рыночным ценам или с дисконтом. Некоторые считают, что в независимости от модели реализации дополнительной эмиссии акции компании упадут в связи с тем, что прибыль будет распределяться между большим количеством акций. Однако результатом эффективной дополнительной эмиссии заключается в компенсации за счёт увеличения будущих прибылей.

Очевидно, что рынок по-разному реагирует на объявления о дополнительной эмиссии разных компаний. Некоторые компании, в которых рынок находит потенциал для роста, даже испытывают увеличение стоимости акций на новостях о дополнительной эмиссии — инвесторы радуются, что перспективная компания активно привлекает капитал. Хорошим примером служит компания Rocket Fuel, стоимость акции которой выросла на 30% за месяц после объявления о дополнительной эмиссии в 2013 году [Chen, 2020]. Обратным, неудачным примером является объявление о дополнительной эмиссии компании Shake Shack в 2015 году, когда акции компании упали на 16% вследствие новостей о выпуске новых акций с дисконтом [Kagan, 2020].

В случаях, когда компания, испытывающая трудности с исполнением биржевых требований, использует дополнительную эмиссию как инструмент достижения стандартных показателей, существует достаточно высокий риск потери стоимости акционерного капитала. Сложность исполнения этих требований сама по себе служит сигналом о низком восприятии рынком данной компании, а дополнительная эмиссия может нанести ещё больший урон по ценам акций.

#### *Продажа казначейских и квазиказначейских акций*

Инструментом корпоративного финансового менеджмента, противоположным обратному выкупу акций, является продажа так называемых казначейских акций (акций, которые содержатся на балансе эмитента) и квазиказначейских акций (акций, которые содержатся на балансе дочерних предприятий эмитента). Появление казначейских акций есть результат осуществлённого обратного выкупа, и компании могут погасить эти акции, а также использовать их для вознаграждения сотрудников компании или эмиссии производных ценных бумаг [Chron, 2020].

На акции, ставшие казначейскими после осуществления обратного выкупа, не выплачиваются дивиденды и не делится прибыль при расчёте показателя P/E. Кроме того,

они не дают никаких прав голоса. Таким образом, финансовый эффект от продажи казначейских и квазиказначейских акций схож с эффектом от дополнительной эмиссии — как только казначейские акции продаются внешнему инвестору, они теряют свой статус и увеличивают знаменатель в показателях прибыли и дивидендов на акцию. Следовательно, последствия продажи казначейских акций на финансовом рынке более или менее схожи с последствиями выпуска новых акций. Хотя компания может увеличить число инвесторов и количество акций в обращении в целях соблюдения биржевых стандартов, она подвергает себя более высокому риску потери акционерной стоимости в связи с тем, что рынок может воспринять такие решения как отчаянные попытки избежать делистинга.

#### *Увеличение общих активов за счёт привлечения долга*

Компания, которой необходимо выполнить требования по размеру общих активов, может прибегнуть к привлечению заёмных средств на недостающую сумму. Некоторые, неправильно интерпретируя теоретическое наследие Франко Модильяни и Мёртона Миллера, могут предположить, что такой подход только упрочит положение компании и повысит её привлекательность в глазах инвесторов. Такие выводы следуют из того, что увеличение доли заёмных средств в структуре пассивов компании ведёт к росту рентабельности капитала и к извлечениям выгод из налогового щита — разумеется, если требуемая доходность собственного капитала превышает стоимость долга. Однако сами авторы теории критиковали такой подход к пониманию структуры капитала — и небезосновательно [Modigliani, Miller, 1963].

Риски привлечения дополнительного заёмного капитала достаточно хорошо известны — и, следовательно, далеко не все компании рвутся получать кредиты в ближайшем банке — особенно когда компания испытывает серьёзные трудности, связанные со своим публичным статусом. Корпорация может не получить доступ к достаточно дешёвому долгу вследствие отсутствия уверенности со стороны банков или участников рынка долгового капитала. Также повышение долговой нагрузки приводит к снижению ликвидности компании и увеличению риска её несостоятельности.

Даже если компании удастся обеспечить долговое финансирование на достаточно выгодных условиях и тем самым достичь требуемых показателей общих активов, важным вопросом становится выбор направления инвестирования привлечённых средств. Привлечённые кредитные деньги не могут просто храниться на расчётном счете для целей повышения бухгалтерских показателей — такой подход приведёт компанию к дополнительным финансовым расходам и вызовет недоверие инвесторов.

Участники рынка могут сделать логичное предположение, что компания, испытывающая трудности с соответствием биржевым стандартам, может не иметь

подходящих инвестиционных возможностей в основной области бизнеса: либо они недостаточно рентабельны, либо подвержены слишком высоким рискам, либо их просто не существует в том размере, который бы позволял инвестировать привлечённую сумму.

Важную роль в восприятии рынком информации о привлечении заёмных средств также играет отраслевая принадлежность. В стратегических отраслях экономики, подверженных государственной поддержке и регулированию (например, в нефтедобыче), а также в капиталоемких отраслях, высокая закредитованность бизнеса далеко не всегда является негативным сигналом для инвесторов. При этом высокая долговая нагрузка на компании сектора услуг воспринимается рынком по меньшей мере с подозрением [Muradoglu, Sivaprasad, 2008].

Таким образом, привлечение дополнительного финансирования, хотя и позволит компании соблюсти биржевые требования по размеру общего капитала, может привести к снижению её устойчивости и к негативной реакции рынка.

#### *Управление прибылью и «творческая бухгалтерия»*

К управлению прибылью и «творческой бухгалтерии» относят ряд практик, которые, хотя не увеличивают ценности акционерного капитала, позволяют менеджменту искусственно завышать или занижать определённые статьи финансовой отчётности — как правило, выручку и расходы. К техникам управления прибылью относят такие методы, как завышение и занижение оценок доходов и расходов будущих периодов, операции по фиктивной купле-продаже, датирование счетов на несоответствующие операции отчётные периоды и так далее.

Очевидно, что применение этих практик ставит серьёзные вопросы в области законности, не говоря уже об этичности. Однако далеко не все из этих методов регулятивным органам удаётся отследить и пресечь. Более того, предусмотреть наказание для некоторых практик управления прибылью не представляется возможным с юридической точки зрения, во всяком случае на время написания работы.

Тем не менее, доступность информации и продвинутый статистический инструментарий позволяет уличить компании в применении практик управления прибылью на основе показателей финансовой отчётности. Исследования фондовых рынков разных стран показывают, что акционеры достаточно точно умеют определять «косметическую бухгалтерию» в компаниях — такие компании склонны иметь низкие показатели доходности акций по сравнению с компаниями, добросовестно ведущими финансовый учёт [Wu, Lin, Fang, 2012], [Nuryaman, 2013], [Huang, Ho, 2020].

Таким образом, компании, применяющие практики управления прибылью с целью соответствия биржевым требованиям, подвергаются дополнительному риску снижения

доходности своих акций, что, следовательно, негативно влияет на стоимость акционерного капитала.

В таблице 1.3 продемонстрированы направления влияния финансовых и инвестиционных решений, применяемых компаниями с целью соответствия листинговых стандартов, на показатели, затронутые в этих стандартах:

**Таблица 1.3.** Направление влияния финансовых решений на субъекты биржевой стандартизации

<i>Показатель</i>	<i>Обратный выкуп</i>	<i>Обратный сток-сплит</i>	<i>Дополнительная эмиссия</i>
Количество акций в обращении	Отрицательное	Отрицательное	Положительное
Рыночная капитализация акций в свободном обращении	В краткосрочном периоде — положительное; В долгосрочном — отрицательное	Отрицательное	Для растущей компании — положительное; для сокращающейся — отрицательное
Покупная цена акции	В краткосрочном периоде — положительное; В долгосрочном — отрицательное	Положительное	Для растущей компании — положительное; для сокращающейся — отрицательное
Количество владельцев	Отрицательное	Отрицательное	Положительное
Количество активных участников рынка	В краткосрочном периоде — положительное; В долгосрочном — отрицательное	Отрицательное	Положительное
Акционерный капитал	Отрицательное	Нейтральное	Положительное
Рыночная капитализация всех акций торгуемого класса	В краткосрочном периоде — положительное; В долгосрочном — отрицательное	Отрицательное	Для растущей компании — положительное; для сокращающейся — отрицательное
Общие активы	Отрицательное	Нейтральное	Положительное
Общая выручка	Нейтральное	Нейтральное	Нейтральное

**Таблица 1.3.** Направление влияния финансовых решений на субъекты биржевой стандартизации (продолжение)

<i>Показатель</i>	<i>Продажа казначейских и квазиказначейских акций</i>	<i>Увеличение активов за счёт привлечения долга</i>	<i>Управление прибылью</i>
Количество акций в обращении	Положительное	Нейтральное	Нейтральное
Рыночная капитализация акций в свободном обращении	Для растущей компании — положительное; для сокращающейся — отрицательное	Зависит от отрасли, но, как правило, отрицательное	Отрицательное
Покупная цена акции	Для растущей компании — положительное; для сокращающейся — отрицательное	Зависит от отрасли, но, как правило, отрицательное	Отрицательное
Количество владельцев	Положительное	Нейтральное	Нейтральное
Количество активных участников рынка	Положительное	Нейтральное	Нейтральное
Акционерный капитал	Положительное	Нейтральное	Нейтральное
Рыночная капитализация всех акций торгуемого класса	Для растущей компании — положительное; для сокращающейся — отрицательное	Зависит от отрасли, но, как правило, отрицательное	Отрицательное
Общие активы	Положительное	Положительное	Положительное
Общая выручка	Нейтральное	Нейтральное	Положительное

**Источник: составлено автором**

Риски несоответствия каждому из листинговых стандартов склонны обладать прямой взаимосвязью. Например, покупная цена акции, рыночная стоимость акций в обращении и рыночная стоимость всех акций падают одновременно. При этом не существует универсального решения, позволяющего компании избежать всех рисков сразу. Более того — приведённые выше решения, положительно влияя на один стандартный

показатель, отрицательно влияют на другие. Следовательно, результатом применения таких методов может оказаться ещё больший риск несоответствия стандартам, чем предшествовавший решению риск. Например, обратное дробление акций положительно влияет на покупную цену акций, но отрицательно — на их количество в обращении. В конце концов, как показывает практика фондового рынка, эти решения воспринимаются как манипулятивные и наносят ущерб ценности акционерного капитала.

### **Решения для сокращения издержек соответствия биржевым стандартам корпоративного управления**

*Компания принимает решение о смене «прописки» своих ценных бумаг:* изымает их с одной биржи и размещает их на другой. На фондовом рынке США наиболее часто встречаются миграции между Нью-Йоркской фондовой биржей (NYSE) и биржей NASDAQ.

Считается, что компании, мигрирующие с NASDAQ на NYSE, стремятся к увеличению своего репутационного капитала (требования к компаниям у NYSE строже, а стоимость листинга — выше). Исследование [Dang, 2018] показывает, что подобные миграции совершают, как правило, относительно небольшие компании и достигают лучших показателей ликвидности на новой торговой площадке.

С другой стороны, есть мнение, что компании, «переезжающие» с NYSE на NASDAQ, стремятся сократить расходы на листинг и на соответствие биржевым требованиям. Утверждается [ibid.], что последствием такого решения является снижение ликвидности и высокие транзакционные издержки перехода, однако с этим следует увеличение объёмов торгов и упоминаемости в СМИ.

Тем не менее данный способ работает тогда, когда издержки публичного статуса не являются критичными для компании — скорее, менеджмент компании полагает, что подобного рода рокировка поспособствует инвестиционной привлекательности компании и поможет реализовать её стратегические цели. Смена площадки размещения акций не влияет на требования к объёму раскрываемой информации и контролю регулятивных органов.

*Компания принимает решение о выводе сделок с её ценными бумагами на внебиржевой рынок.* Хотя добровольный отказ от листинга на классической бирже в пользу альтернативных площадок — довольно экзотическое явление, практически не описанное в научной литературе, именно на такой шаг 21 декабря 2020 года решился производитель пищевых добавок Reliv International Inc. Акции компании были удалены с биржи, а её акционеры были вынуждены торговать ими на площадке Pink, где возможность

осуществлять сделки с бумагами Reliv появилась ещё в 2017 году [Reliv International Inc., 2020], [OTC Markets Group Inc, 2021].

Однако полный уход компании на внебиржевой рынок несёт высокие репутационные издержки [McFarlane, 2012]. Помимо этого, решение о полном размещении акций на внебиржевых торговых площадках является негативным сигналом для портфельных акционеров — в день анонса акции компаний падают на 12.01%, а в день осуществления делистинга — ещё на 13.65% [Marosi A., 2007].

Как правило, ценные бумаги компании после делистинга с национальной биржи доступны для торгов на площадках внебиржевой торговли, самой известной из которых является группа OTC Markets. К выгодам размещения ценных бумаг на подобной площадке относят почти полное отсутствие количественных требований, требований по корпоративному управлению и внутреннему контролю и низкие ежегодные взносы (US\$12,000 в год на OTC Markets<sup>1</sup> против минимального US\$71,000 на NYSE<sup>2</sup>). Однако считается, что ценные бумаги, покупаемые на этом рынке, обладают наиболее спекулятивным качеством и подвержены манипулятивному риску. Кроме того, отсутствие прописки на бирже не освобождает компании, выпускающие акции на альтернативных площадках, от необходимости публичной подачи документов в Комиссию по биржам и ценным бумагам [Securities and Exchange Commission, 2013].

## **1.5. Определение корпоративной приватизации как сделки по слиянию и поглощению**

Очевидность преобладания издержек публичного статуса над его выгодами может подтолкнуть компанию к решению о полном выводе капитала с биржи. Для того, чтобы это случилось, необходима высокая концентрация акций компании в руках одного или нескольких инвесторов, готовых принять риски, связанные с делистингом компании.

Как правило, компания может обратиться к инвестиционному банку, чтобы запустить процесс поиска заинтересованных покупателей. Создаётся проспект сделки и рассылается различным инвестиционным организациям — часто название компании в проспекте остаётся неуказанным. Как только формируется пул потенциальных покупателей, организуется аукцион, определяющий приобретателя или группу приобретателей, готовых осуществить сделку на лучших для существующих акционеров условиях. Они подписывают с компанией меморандум о намерениях, соглашения о

---

<sup>1</sup> По данным консалтинговой компании Manhattan Street Capital на 2 апреля 2021 (www.manhattanstreetcapital.com)

<sup>2</sup> По данным официального сайта NYSE на 2 апреля 2021 (<https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/>)

конфиденциальности и получают доступ в виртуальную комнату данных — базу информации о компании, необходимой для составления технико-экономического обоснования (due diligence) сделки. Если по результатам экономического анализа приобретатель не отказывается от сделки, то определяются финальные параметры — сроки, сумма, - заключается обязывающее соглашение, и сделка анонсируется. Нередко на промежуточных этапах сделки компания-мишень принимает на себя обязательства достигнуть целевых рыночных и бухгалтерских показателей посредством погашения долговых обязательств, осуществления выкупа акций и прочих решений. Таким образом, промежуток времени от поиска приобретателя до совершения сделки может составить от полугода до нескольких лет.

В некоторых случаях менеджмент может использовать свои личные средства для осуществления выкупа компании. Помимо сделки с Dell, упомянутой во введении к работе, к таким случаям относятся сделки с Alloy, Mediacom Communications, Ancestry.com, Pike и другими.

Из наблюдаемых трудностей компании, связанных с издержками её публичного статуса, новым потенциальным инвесторам становится очевидно, что вывод капитала компании с открытого рынка — неизбежное условия повышения её ценности. Способы осуществления такого шага можно в целом разделить на две группы:

*Поглощение компании крупным игроком в отрасли.* Активы компании могут быть достаточно привлекательны для достижения корпорациями стратегических целей по вертикальной или горизонтальной интеграции, а также по связанной диверсификации. Основным интересом покупателя в таком случае является достижение синергии, расширение основного бизнеса, упрочнение своих позиций на занятом рынке или выход на новый и так далее. При этом компании, приобретённые таким образом, нередко ликвидируются, а их активы — «растворяются» в активах нового владельца.

Новый владелец нередко оказывается публичной компанией. Однако более устойчивое положение корпорации позволяет извлекать больше выгод из публичного статуса, чем нести издержек. К тому же, согласно исследованиям, затраты на выполнение требований к публичному статусу компании изменяются непропорционально её размеру — на каждую единицу стоимости компании её расходы на корпоративное управление, аудит и внутренний контроль снижаются [Protiviti, 2020].

*Приобретение частным инвестором (корпоративная приватизация, going-private).* В странах с англо-саксонской правовой системой, а также в некоторых странах Западной Европы и Латинской Америки существует развитая культура частного инвестирования.

Одним из её ключевых элементов являются так называемые фонды частного капитала — масштабные конгломераты, оценка портфелей которых порой превышает рыночную капитализацию крупнейших публичных компаний мира. Огромным преимуществом таких инвестиционных организаций является низкий регулятивный контроль и отсутствие обязательств по раскрытию информации — в США, Индии и некоторых других странах финансовая отчётность частных компаний не является субъектом публичного раскрытия.

В Северной Америке фонды частного капитала, как правило, работают как товарищества с ограниченной ответственностью (limited liability partnerships), основную роль в которых играют фирмы частного капитала (private equity firms), вносящие, как правило, наибольший пай и осуществляющие работу по выбору направлений инвестирования и управления активами. Другими пайщиками фонда могут являться пенсионные фонды, страховые компании, частные инвесторы, суверенные фонды иностранных государств и тому подобные.

Кроме того, инвесторами в сделках корпоративной приватизации могут выступать частные компании финансового сектора: банки, страховые службы, ипотечные инвестиционные трасты. Однако приобретение публичных финансовых компаний частными не стоит понимать как сделку по корпоративной приватизации — существует высокая вероятность, что такие сделки имеют скорее характер расширения покупателями основного бизнеса.

Некоторые приобретения осуществляются группой независимых друг от друга инвесторов. Такая группа может включать несколько фондов частного капитала, менеджмент компании и другие частные физические и юридические лица, предпочитающие инвестировать напрямую, а не через паи. В таких случаях создаётся так называемый «специальный целевой механизм» (special purpose vehicle, SPV) — юридическое лицо, на которое приобретает компания.

Есть несколько важных отличий поглощения отраслевой компанией и приобретением частным инвестором:

- Фонды частного капитала почти никогда не ликвидируют компанию, а как правило оставляют ей определённую юридическую целостность, ключевые компетенции и корпоративную идентичность.
- Тогда как некоторые фонды и группы инвесторов могут осуществлять инвестиции на основе отраслевого, географического и/или иного фокуса в рамках избранной стратегии, одной из целей инвестирования является диверсификация портфеля активов.

- Преобладающими способами повышения ценности приобретённой компании являются найм новым владельцем более качественного менеджмента, осуществление инвестиций в долгосрочные активы и рабочий капитал, реструктуризация долга — таким образом, новый владелец стремится увеличить стоимость своего актива за счёт повышения эффективности корпоративного управления и оптимизации финансового рычага, а не за счёт преобразований бизнес-модели компании. Хотя стоит отметить, что взаимоотношения между компаниями, принадлежащими одному и тому же фонду, нередко становятся субъектом трансфертного ценообразования, что ведёт к достижению операционной синергии.

- Интерес фондов частного капитала может состоять в перепродаже выкупленных компаний с премией. Как правило, после осуществления качественных изменений в практике менеджмента компании и улучшению её финансовой устойчивости, актив становится более привлекательным для отраслевых игроков. Каждая пятая американская компания, приобретённая фондом частного капитала в 2010—2016 годах, была впоследствии перепродана компании с соответствующим отраслевым фокусом<sup>3</sup>.

- В редких, но стоящих упоминания случаях, фонд частного капитала может также быть заинтересован в осуществлении повторного листинга приобретённой компании. Такое часто случается с крупными узнаваемыми корпорациями, менеджмент и/или акционеры которых по тем или иным причинам считают компанию недооценённой рынком. Наиболее яркими примерами являются компания Dell (ушла с биржи в 2013 году и вновь осуществила листинг в 2018 году) [Guglielmo, 2013], [Welch, 2018], а также Burger King (была приобретена 3G Capital в 2011 году и вновь стала публичной в составе холдинга Restaurant Brands International в 2014 году) [de la Merced, 2010], [Evans, 2014].

Таким образом, следующее определение будет использоваться в рамках данного исследования:

*Сделка по корпоративной приватизации публичной компании (going-private)* — это сделка по слиянию и поглощению, которая отвечает следующим необходимым и в совокупности достаточным условиям:

1. Мишенью является публичная компания;
2. Приобретателем является фонд частного капитала, частная финансовая компания или группа частных инвесторов;
3. Не является сделкой по корпоративной приватизации приобретение публичной финансовой компании частной финансовой компанией;

---

<sup>3</sup> Согласно выборке, описанной в главе 2.

4. После осуществления сделки компания-мишень сохраняет юридическую целостность, корпоративную идентичность и важнейшие активы;

5. Основными источниками создания ценности для новых собственников является повышение эффективности корпоративного управления и оптимизация финансового рычага с сохранением бизнес-модели и ключевых компетенций, а также извлечение выгод из частного статуса;

6. Интерес приобретателя состоит в получении права на денежные потоки, диверсификации портфеля активов, потенциальной перепродаже компании или осуществлении повторного листинга.

## **1.6. Выводы по главе 1**

В 21 веке смысл слова «публичная» в словосочетании «публичная компания» выходит далеко за рамки возможности осуществления сделок купли-продажи акций данной компании на открытом рынке. Корпорации подвержены вниманию и влиянию многих заинтересованных сторон: инвесторов, других компаний, регулятивных органов, СМИ и обычных людей. Необходимость управлять последствиями публичного статуса приводит к дополнительным издержкам, как, например, привлечение внешних аудиторов или содержание отдела внутреннего контроля. Некоторые из этих издержек могут иметь вполне конкретную числовую интерпретацию: например, вознаграждения независимым директорам; некоторые оценить почти невозможно: к примеру, влияние фактора раскрытия информации на конкурентную позицию компании в отрасли.

Существуют меры сокращения издержек публичного статуса. Однако они, как правило, имеют частный, точечный характер. Нередко применение таких мер для сокращения одних издержек приводит к увеличению других. Например, некоторые компании прибегают к практикам «управления прибылью» — использования бухгалтерских приёмов для выставления показателей финансовой отчётности в более выгодном свете. Но исследователям рынка часто удаётся диагностировать злоупотребление этими практиками на основе публичной информации, что отрицательно влияет на цены акций.

Есть и более этичные способы минимизации издержек публичного статуса: например, обратные сток-сплиты или дополнительная эмиссия. Однако такие решения по-разному интерпретируются рынком. В зависимости от делового цикла и текущего состояния компании, портфельные инвесторы могут как приветствовать такие решения, так и относиться к ним скептически. К тому же они не всегда доступны компаниям — к примеру, корпорации, испытывающей недостаток свободных денежных средств, будет довольно трудно осуществить обратный выкуп акций.

Эти факторы часто подталкивают компанию к осуществлению корпоративной приватизации — иначе говоря, стать частной и избавиться от многих требований, которые предъявляются к компаниям, размещенным на бирже. Такая компания потеряет многие преимущества публичного статуса — высокая ликвидность капитала, доступ к быстрому финансированию, репутация — однако это может быть компенсировано различными выгодами непубличного статуса — отсутствие издержек чрезмерного аудита, внутреннего контроля, следования стандартам корпоративного управления, упущенных возможностей в связи с раскрытием информации, длительным согласованием сделок с независимыми директорами и так далее.

Процесс корпоративной приватизации подразумевает наличие одного или нескольких стратегических инвесторов, не являющихся публичными компаниями и готовых предоставить средства для полного выкупа акций компании-мишени с рынка. К таким инвесторам могут относиться фонды, банки и другие финансовые конгломераты, а также частные лица.

После корпоративной приватизации компания не подвергается радикальным структурным изменениям. Оптимизируются затраты на управление активами и на обслуживание долга, появляются новые клиенты и поставщики в виде компаний, аффилированных через новых владельцев. В отдельных случаях проводится подготовка компании к перепродаже или к повторному листингу.

## ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ ПРЕДПОСЫЛОК СОВЕРШЕНИЯ СДЕЛКИ ПО КОРПОРАТИВНОЙ ПРИВАТИЗАЦИИ

### 2.1. Предисловие к главе 2

Очевидно, что фонд частного капитала не заинтересован в приобретении публичной компании, просто потому что её статус налагает слишком высокие издержки. Перед принятием решения о выкупе фирмы с биржи, партнёры фонда должны убедиться, что в составе фонда новый актив будет генерировать положительную ценность — через дивиденды, синергию с другими активами, потенциальную перепродажу или повторный листинг.

Сложности, связанные с соответствием требованиям к публичному статусу, могут являться следствием операционной неэффективности, которая, в свою очередь, вызвана принятием менеджментом инвестиционных решений с отрицательной ценностью. Нередко единственным выходом в таких ситуациях является объявление о банкротстве. Приобретения частным фондом будет недостаточно для решения проблем такой фирмы — сокращение расходов на обслуживание публичного статуса, реструктуризация долга и найм нового менеджмента не позволит избежать финансовой неустойчивости, а необходимые дополнительные инвестиции могут просто оказаться нерентабельными и привести к издержкам упущенных возможностей.

Таким образом, при выборе кандидатов на приобретение, фонд частного капитала должен отсеять компании, инвестиции в которые могут оказаться неэффективными, и определить наиболее привлекательные направления инвестирования. Предполагается, что фонды в таких случаях используют критерии, основанные на финансовых показателях, а также исследует возможности извлечения синергии из взаимодействия приобретаемого актива с текущими активами и/или другими потенциальными активами фонда.

Но и менеджмент компании — потенциальной мишени — должен быть уверен в том, что запуск процесса корпоративной приватизации является решением, приносящим наибольшую ценность собственникам. Это значит, что выкуп акций новым инвестором должен являться инструментом максимального увеличения благосостояния акционеров. В свою очередь благосостояние тех инвесторов, которым удаётся договориться о сохранении доли в капитале после выкупа, должно увеличиться за счёт роста свободных денежных потоков на единицу вложенного капитала и/или снижения риска этого показателя.

Во многом интересы акционеров компании, запускающей процесс корпоративной приватизации, и интересы новых частных инвесторов пересекаются. И те, и другие ожидают, что частный статус поможет компании повысить свою стоимость: для одних это

будет означать выкуп с премией, для других — хорошую инвестицию. Однако у каждой из сторон есть противоположные интересы: безусловно, продавцы заинтересованы в максимизации премии при выкупе акций, тогда как покупателям интересна её минимизация. Есть и уникальные (специфические) интересы — такие, как, например, синергия активов для покупателей.

В этой части работы исследованы факторы, затрагивающие интересы обеих сторон и потенциально оказывающие влияние на принятие решения о корпоративной приватизации. На основании этих факторов формулируются гипотезы и проверяются в программном пакете StataMP 16.0 с помощью четырёх разных моделей выживаемости (также называемых моделями дюрации): Кокса, Каплана-Мейера (экспоненциальной), Вейбулла и Гомпертца. На основании полученных результатов составляется вывод о существенности влияния факторов и применимости моделей.

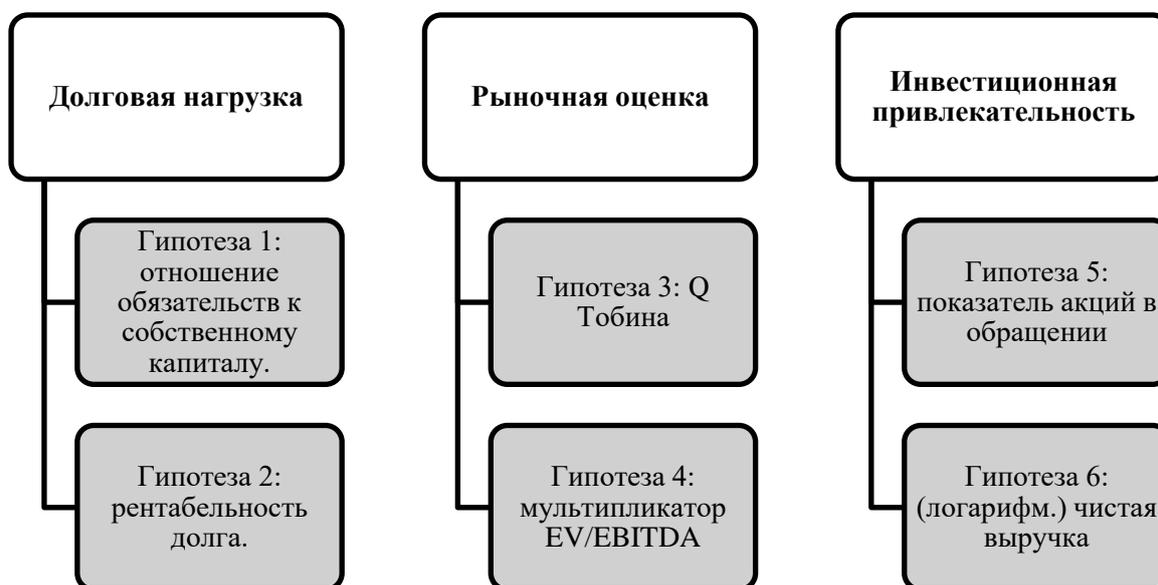
## **2.2. Формулировка гипотез**

Далее приведён краткий список обсуждённых факторов, влияющих на принятие решение о корпоративной приватизации:

- слишком высокий уровень издержек требований к публичной компании;
- высокая долговая нагрузка и необходимость во вложениях собственного капитала для оптимизации финансового рычага;
- недооценка рынком;
- возможность повышения благосостояния акционеров через продажу акций с максимальной премией;
- возможность повышения доходности вложенных инвестиций через минимизацию стоимости выкупа акций;
- возможность повышения стоимости компании через сокращение издержек после выкупа;
- возможность повышения стоимости компании через синергетический эффект с аффилированными активами.

Очевидно, что не каждый из этих факторов может быть подвергнут статистическому анализу по общедоступным данным. Например, индивидуальный уровень издержек требований к компаниям публичного статуса оценить довольно проблематично, а синергетический эффект вообще зависит от набора активов компаний — приобретателей. Однако ожидаемым результатом данного исследования является нахождение общих, неспецифических детерминант принятия решения о корпоративной приватизации. Таким образом, необходимо выделить показатели, доступные для извлечения из публичных

источников информации. На рисунке (2.1) гипотезы, в дальнейшем выдвигаемые в отношении различных показателей, сгруппированы по трём детерминантам принятия решения о корпоративной приватизации.



*Рис 2.1. Группировка гипотез эмпирического исследования*

**Источник: составлено автором**

Обоснование каждой из гипотез приведено ниже.

**Гипотезы о долговой нагрузке**

Хэндерсон и Эпстейн [Henderson, Epstein, 2009] пишут, что естественным поведением публичной компании на американском рынке является увеличение доли заёмных средств в капитале посредством выпуска корпоративных облигаций или привлечения кредитов под залог основных средств. Компании могут использовать эти средства как для осуществления инвестиций, так и для выкупа акций с рынка. Долг обходится компаниям дешевле, чем собственный капитал, а процентные платежи снижают налогооблагаемую базу — эти особенности положительно влияют на показатель прибыли на акцию. Райт и др. [Wright, Laing, Weir, 2005] полагают, что выгоды высокого уровня заёмных средств более очевидны и наблюдаемы для компаний США, чем, например, для британских компаний.

Однако высокий уровень долга может привести к финансовой неустойчивости. Когда выполнение условий кредитования или осуществление процентных выплат по облигациям становится особенно тяжело, компании приходится серьёзно сокращать издержки или продавать активы. Такие решения воспринимаются рынком без особого

энтузиазма и впоследствии могут привести ещё к большей ограниченности в финансировании и падению привлекательности на бирже.

Одной из возможных альтернатив может стать поиск частного инвестора, готового вложить средства в ребалансировку финансового рычага. Однако покупатель должен быть уверен, что сокращение процентных расходов действительно поможет повысить ценность приобретаемого актива.

*Гипотеза 1. Чем выше отношение обязательств к собственному капиталу, тем выше вероятность принятия решения о корпоративной приватизации*

Корпоративная приватизация может стать одним из решений, способствующих оптимизации финансового рычага компании, если ей не удаётся осуществить её в публичном статусе — это может быть нехватка свободных наличных средств или необходимость в постоянном осуществлении инвестиций. Крупный частный собственник будет способен погасить основные суммы займов, что приведёт к сокращению процентных платежей и росту свободного денежного потока бизнесу (free cash flow to equity, FCFE).

Свидетельства о высоком уровне долга в приватизируемых компаниях можно также найти у Бхарата и Диттмар. Исследователи объясняют это явление тем, что компании осуществляют корпоративную приватизацию, чтобы получить доступ к частному капиталу для реструктуризации долга [Bharath, Dittmar, 2010]. Пур и Ласфер находят, что компании уходят с биржи, потому что им не удаётся снизить финансовый рычаг после IPO [Pour, Lasfer, 2012].

*Гипотеза 2. Чем выше рентабельность долга, тем выше вероятность принятия решения о корпоративной приватизации*

Сам по себе показатель рентабельности долга не используется для оценки рентабельности компании, так как он едва ли обладает индикативными характеристиками по отношению к увеличению благосостояния собственников. Однако исследователи отмечают, что рентабельность долга может использоваться в частных случаях, таких, как, например, оценка вероятности принятия решения компании о корпоративной приватизации.

Как было уже отмечено в описании предыдущей гипотезы, издержки публичного статуса компании могут быть отягчены несбалансированностью соотношения её обязательств и собственного капитала. Однако для того, чтобы сделка по корпоративной приватизации такой компании состоялась, приобретатель должен быть убеждён, что затраты на сокращение заёмных средств увеличат ценность капитала собственников. Достаточно высокая рентабельность долга может служить сигналом, что погашение займов

не будет напрасной мерой для повышения эффективности приобретаемого актива после корпоративной приватизации.

### **Гипотезы о рыночной оценке**

Нередко при анонсировании сделки по корпоративной приватизации, в публичном поле топ-менеджмент приобретаемой компании аргументирует решение недооценкой рынком. Эти заявления в целом подтверждаются научными исследованиями [Ventoruzzo, 2010]. Однако согласно Райту и др. [Wright, Laing, Weir, 2005], корпоративная приватизация скорее связана с асимметрией информации между фондовым рынком и менеджментом, а не в разнице относительных финансовых показателей с конкурентами. Исследователи полагают, что менеджерам доступно намного больше информации, и они могут иметь основания полагать, что компания стоит выше её текущей рыночной капитализации. Тем не менее, корпоративная приватизация компании Dell в 2013 году последовала за падением акций почти в 4 раза с 2005 года [Guglielmo, 2013]. Этот и множество других примеров даёт основания не отказываться от выдвижения гипотез в отношении рыночной оценки.

Недооценка рынком провоцирует интерес у обеих сторон сделки по корпоративной приватизации. Для текущих акционеров потенциальный выкуп может означать максимизацию стоимости их акций. При недооценке акционеры заинтересованы в событии, которое «подтолкнёт» акцию ближе к её более справедливому значению. Для покупателей недооценка может являться сигналом, что актив приобретается с дисконтом и, следовательно, обладает потенциалом сверхдоходности. Стоит отметить, что до анонса сделки рынок воспринимает ценность компании в предположении, что она остаётся публичной в обозримом будущем, а потенциальные инвесторы принимают решение о покупке, исходя из воспринимаемой стоимости компании в частном статусе.

*Гипотеза 3. Чем выше показатель Q Тобина, тем ниже вероятность принятия решения о корпоративной приватизации*

Q Тобина показывает, во сколько раз рыночная оценка фирмы (предприятия) превышает восстановительную стоимость её капитала. Под восстановительной стоимостью подразумевается стоимость приобретения некоторого идентичного объекта. Например, если компания владеет офисом на Уэст-Стрит площадью 200 м<sup>2</sup>, то его восстановительная стоимость будет равна текущей стоимости офиса аналогичного размера в южном Манхэттене, выставленным на продажу. Q Тобина используется для анализа рыночной оценки и возможностей роста.

Очевидно, что Q Тобина не поддаётся точному объективному расчёту в связи с асимметрией информации, высокой флуктуации цен на различных рынках и сложности в оценке отдельных активов. Поэтому независимые исследователи рынка капиталов, как

правило, берут за восстановительную стоимость балансовую стоимость предприятия (формула (2.1)).

$$Tobin's Q = \frac{Ent. Value}{Total Assets} = \frac{Market Cap + Debt + Pref. stock - Cash}{Total Assets} \quad (2.1)$$

**Источник: [Lindenberg, Ross, 1981]**

В исследованиях прошлых лет можно найти смешанные результаты анализа связи Q Тобина с вероятностью корпоративной приватизации. Оплер и Титман [Opler, Titman, 1993] находят, что вероятность корпоративной приватизации выше, если компания характеризуется низким показателем Q. Стоит отметить, что в более поздних работах исследователи не находят существенной зависимости вероятности приватизации от величины показателя [Halpern, Kieschnick, Rotenberg, 1999], [Renneboog, Simons, Wright, 2007].

*Гипотеза 4. Чем выше мультипликатор EV/EBITDA, тем ниже вероятность принятия решения о корпоративной приватизации*

Ещё одним косвенным свидетельством о возможности влияния недооценки на решение о делистинге являются особенности оценки в случае, когда компания только собирается осуществить листинг. Велланки [Vellanki, 2015] находит, что до IPO компании оцениваются намного выше относительно своих финансовых результатов, чем после IPO. Так как IPO — частный случай листинга, а корпоративная приватизация — частный случай делистинга, то есть основания предполагать о наличии обратной закономерности.

В исследовании будет проанализирован мультипликатор EV/EBITDA, также приведённый у Велланки [ibid.], который показывает, за сколько лет компания окупится в отсутствие процентных платежей, налогов, реинвестирования и капитальных затрат. В отличие от других показателей финансовой результативности (например, EBIT), в EBITDA включаются амортизационные отчисления, которые не влияют на реальное движение денежных средств.

### **Гипотезы об инвестиционной привлекательности**

В предисловии к настоящей главе обсуждалось, что сам по себе факт превышения издержек публичного статуса над его выгодами не является детерминантом инвестиционной привлекательности компании для партнёров фонда частного капитала. Как и любая инвестиция, сделка по приобретению публичной компании в частные руки имеет смысл по меньшей мере тогда, когда она обладает неотрицательной чистой приведённой стоимостью (англ. net present value, NPV). Так как в общем виде чистая приведённая

стоимость — это разница между ожидаемыми свободными денежными потоками и требуемыми инвестициями с поправкой на временную стоимость денег — задачей партнёров фонда является поиск компаний с достаточно высокими ожидаемыми денежными потоками и с достаточно низкими требуемыми инвестициями.

Безусловно, на инвестиционную привлекательность напрямую или косвенно влияют факторы, перечисленные в настоящем разделе выше. Однако, как уже было сказано, долговая нагрузка и недооценка компании являются субъектом конвергенции интересов покупателя и продавца. В этом подразделе будут рассмотрены факторы, относящиеся в значительной степени к интересам покупателя.

*Гипотеза 5. Чем выше показатель акций в свободном обращении (англ. free-float ratio), тем ниже вероятность принятия решения о корпоративной приватизации*

К показателю акций в свободном обращении относят долю тех акций, которые доступны для торговли на открытом рынке. Количество акций в свободном обращении рассчитывается как количество акций в обращении минус акции инсайдеров (сотрудников, крупнейших акционеров, основателей и пр.) минус ограниченные акции (restricted stock). Как правило, ограниченные акции — это акции, которые эмитируются для вознаграждения менеджмента при достижении определённых целей. До достижения этих целей они находятся на специальном счёте и не могут быть проданы или куплены. Так, показатель акций в свободном обращении рассчитывается как количество акций в свободном обращении на количество акций в обращении [Corporate Finance Institute].

Гипотеза о негативном влиянии показателя основана на двух предположениях:

1. Чем выше показатель акций в свободном обращении, тем больше конечных акционеров. Предположительно, с ростом числа акционеров требуется бóльшая премия на акцию, так как вероятность отказа от продажи выше.

2. Халперн [Halpern, Kieschnick, Rotenberg, 1999] и др. нашли прямую взаимосвязь между размером пакетов акций, принадлежащим менеджменту, и вероятностью совершить корпоративную приватизацию. Исследователи объяснили это явление желанием менеджмента выгодно продать недиверсифицированный портфель акций. Менеджмент компании относится к инсайдерам, поэтому при увеличении пакета, принадлежащего менеджменту, показатель акций в свободном обращении уменьшается.

3. Низкий показатель акций в свободном обращении негативно сказывается на ликвидности акций. В ряде исследований [Amihud, Mendelson, 1998], [Bolton, Von Thadden, 1998], [Boot, Gopalan, Thakor, 2006] утверждается, что падение ликвидности акций повышает вероятность корпоративной приватизации компании. Низкая ликвидность может приводить к недооценке компании, так как с потерей ликвидности ценная бумага теряет

привлекательность для портфельных инвесторов. Это предположение также связано с гипотезой 3.

*Гипотеза 6. Чем выше чистая выручка, тем выше вероятность принятия решения о корпоративной приватизации*

В период роста выкупов с использованием заёмных средств — 1980-е годы в США — в научной литературе преобладало мнение, что основным фактором сделки go-private, помимо рыночной недооценки мишени, являлись высокие денежные потоки [Jensen, 1986], [Lehn, Poulsen, 1989], [Opler, Titman, 1993]. В этих исследованиях связь высокого уровня денежных потоков с вероятностью корпоративной приватизации объяснялась повышением эффективности реинвестирования после ухода компании с биржи, смены менеджмента и органов корпоративного управления. Таким образом, ценность сделки для новых владельцев росла.

Однако в последующих исследованиях не нашлось подтверждения данному тезису, [Kieschnick, 1998], [Halpern, Kieschnick, Rotenberg, 1999], [Wright, Laing, Weir, 2005]. Тем не менее, в продолжение той же идеи в рамках данной работы будет проанализирована связь показателя чистой выручки с решением об уходе с биржи. Эта гипотеза основана на предположении о том, что фирмы, осуществляющие корпоративную приватизацию, способны достичь высоких продаж, но не способны в достаточной степени обеспечить свободные денежные потоки из-за высоких расходов, в том числе из-за издержек публичного статуса.

Сделка, осуществляемая в рамках корпоративной приватизации, относится к так называемым слияниям, ориентированным на издержки (cost-oriented M&As) [Kumar, 2016]. Ценность компаний-мишеней в таких сделках повышается в первую очередь через сокращение издержек: как уже обсуждалось, это в первую очередь издержки публичного статуса, а также процентные платежи, издержки неэффективности менеджмента и тому подобные. Сокращение издержек может также достигаться через синергию активов: за счёт совместного использования одних и тех же факторов производства, трансфертного ценообразования и налоговой оптимизации.

Поэтому одним из ключевых показателей для приобретателя может являться размер выручки. Высокий уровень выручки может означать, что есть потенциал для повышения ценности актива через сокращение издержек.

#### **Сводная таблица гипотез исследования**

В таблице 2.1. перечислены показатели, в отношении которых выдвигаются гипотезы исследования, а также ожидаемое направление взаимосвязи с вероятностью решения о корпоративной приватизации.

**Таблица 2.1.** Список показателей, анализируемых в рамках эмпирического исследования

<i>Детерминанта</i>	<i>Показатель</i>	<i>Ожидаемое направление взаимосвязи</i>
Долговая нагрузка	Отношение обязательств к собственному капиталу	+
	Рентабельность долга	+
Рыночная оценка	Q Тобина	-
	Мультипликатор EV/EBITDA	-
Инвестиционная привлекательность	Показатель акций в свободном обращении	-
	Чистая выручка	+

**Источник:** составлено автором

### **2.3. Методология исследования**

#### **Полупараметрическая модель пропорциональных рисков Кокса**

В последних исследованиях авторы стали использовать модели выживаемости (в основном модель пропорциональных рисков Кокса), которые в экономических исследованиях называются моделями продолжительности. Высокая частота использования модели в исследованиях авторов по всему миру свидетельствует о хороших результатах в установлении детерминант принятия решения о корпоративной приватизации.

Изначально модель использовалась для анализа биологической выживаемости различных живых существ и нередко применялась на стадиях тестирования новых методов лечения. Например, при тестировании лекарств, как правило, создавалось две группы пациентов: одна группа принимала лекарство, другая — «пустышку». По каждому из пациентов также собирались различные биологические параметры: пол, возраст, рост, вес, показатели крови и так далее. Создавалась бинарная «переменная неудачи», которая регистрировала состояние пациента в каждый момент времени (час, день, неделя) и в которой 0 - «здоров» или «жив», 1 - «болен» или «умер». После регистрации единицы наблюдение, как правило, прекращалось.

Однако со временем стало очевидно, что модель выживаемости можно применять не только в медицине, но и в экономике и финансах. «1» в таких исследованиях часто означала

банкротство, а место биологических параметров заняли показатели деятельности. Модель стала широко применяться в страховании и кредитовании, а также в других областях бизнеса.

К исследованиям делистинга и корпоративной приватизации, использовавших модели выживаемости, относятся Бхарат и Диттмар [Bharath, Dittmar, 2010]. Учёные использовали модель пропорциональных рисков Кокса, которая определила риск (вероятность) перехода фирмы в частную собственность с учетом ее первоначальных характеристик и их изменение с течением времени по сравнению с другими фирмами. Также Пур и Ласфер [Pour, Lasfer, 2012] использовали модель Кокса для исследования факторов, определяющих решение о делистинге.

Таким образом, в данной работе будет использована модель пропорциональных рисков Кокса, а также три другие модели выживаемости: экспоненциальная модель пропорциональных рисков, модель Вейбулла и модель Гомпертца.

Необходимо отметить, что слово «риск» в названии модели является переводом английского слова “hazard”, а не “risk”. Здесь слово «риск» имеет иное значение, чем, например, в словосочетании «рыночный риск». В русском языке “hazard” также может означать «опасность». В этой части исследования под риском будет пониматься «опасность неудачи» или «вероятность неудачи».

В рамках используемых в исследовании моделей выживаемости наблюдается процесс принятия решений компаниями во время листинга на бирже. «Переменная неудачи» регистрирует состояние компании на конец каждого месяца в период с 2009 по 2019 год включительно и возвращает 1, если компания осуществила делистинг. Однако в этом исследовании для исключения влияния условий конфиденциальных соглашений о сделке по корпоративной приватизации, описанных в разделе 1.5, а также возможной инсайдерской торговли, 1 в переменной неудачи и прекращение регистрации показателей после неё совершалось за 9 месяцев до анонсирования сделки.

В моделях пропорциональных рисков используется термин «уровень риска» (hazard rate) — это условная вероятность того, что компания будет исключена из списка в данном периоде, если она не делала этого в предыдущие годы. Уровень риска и является зависимой переменной в моделях пропорциональных рисков. Математически модель формулируется следующим образом (формула (2.2)):

$$h_i(t) = h_0(t) * e^{(b_1X_{i1}+b_2X_{i2}+\dots+\beta_pX_{ip})} \quad (2.2)$$

Модель пропорциональных рисков Кокса (также: регрессия Кокса) — это прогнозирование риска возникновения события для рассматриваемого объекта и оценка влияния заранее определенных независимых переменных на этот риск. Риск рассматривается как случайная функция времени. Для объектов наблюдения — в этом случае, компаний — прогнозируется риск события. Считается, что, пока объект находится под наблюдением, он — в зоне риска: в любой момент с ним может произойти событие, и в этом случае он исключается из группы наблюдения. Событием считается корпоративная приватизация, хотя необходимо напомнить, что регистрация этого события в массиве данных осуществляется за 9 месяцев до анонса сделки по уже описанным выше причинам.

В формуле (2.2)  $h_0(t)$  — базовый риск. Если ковариаты  $X_p$  равны нулю, то уровень риска равняется базовому риску. Величина базового риска интерпретируется как риск неудачи для компании, на которую не влияют факторы, предположительно определяющие вероятность неудачи. Базовый риск также является случайной функцией времени.

$b_1, b_2, \dots, b_p$  — параметры регрессии, оцениваемые моделью по  $p$  ковариатам;

$X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{ip}$  — значение ковариаты  $X_k$  ( $1 \leq k \leq p$ ) для компании  $i$ . Ковариатами (также именуемыми предикторами) в данном случае являются независимые переменные.

$t$  — переменная времени с начала наблюдения.

Нередко формула (2.2) переписывается следующим образом (2.3), (2.4):

$$\frac{h_i(t)}{h_0(t)} = e^{(b_1 X_{i1} + b_2 X_{i2} + \dots + \beta_p X_{ip})} \quad (2.3)$$

$$\ln \left( \frac{h_i(t)}{h_0(t)} \right) = b_1 X_{i1} + b_2 X_{i2} + \dots + \beta_p X_{ip} \quad (2.4)$$

#### **Источник: [Ратникова, Фурманов, 2014]**

Уровень риска оценивается с помощью программного пакета Stata MP 16.0. Для проведения анализа выживаемости необходимо задать следующие данные:

1. Бинарная переменная, принимающая значение 1, если через 9 месяцев (периодов) компания анонсировала корпоративную приватизацию, также называемая «переменной неудачи<sup>4</sup>» (failure variable);
2. Продолжительность — количество периодов времени, прошедших с начала исследования.

---

<sup>4</sup> Здесь и далее слово «неудача» является калькой с английского языка. В контексте исследования оно является нейтральным техническим термином, не имеющим негативного подтекста — *Прим. авт.*

В этом случае бинарная переменная примет значение 1, если фирма стала частной, или 0, если она осталась публичной. Продолжительность измеряется в месяцах, и для каждого наблюдения она будет равна количеству лет, прошедших с начала исследования (а именно с 2009 года). Математически коэффициент риска в начале некоторого года  $t$  будет равен количеству компаний, которые были приватизированы в периоде  $t$ , деленному на количество публичных компаний в начале года  $t$  (формула (2.5)):

$$\text{Коэфф. риска} = \frac{\text{Кол. — во приватизированных компаний в период } t}{\text{Кол. — во публичных компаний на начало } t} \quad (2.5)$$

**Источник: составлено автором по [Ратникова, Фурманов, 2014]**

Формулу (2.2) можно переписать следующим образом (формулы (2.6), (2.7), (2.8)):

$$h_i(t) = h_0(t) * e^{(b_1 X_{i1})} * e^{(b_2 X_{i2})} * \dots * e^{(b_p X_{ip})} \quad (2.6)$$

$$\frac{h_i(t)}{h_0(t) * e^{(b_1 X_{i1})} * e^{(b_2 X_{i2})} * \dots * e^{(b_{p-1} X_{ip-1})}} = e^{(b_p X_{ip})} \quad (2.7)$$

$$\frac{h_i(t)}{h_0(t) * e^{(b_1)} * e^{(b_2)} * \dots * e^{(b_{p-1})}} = e^{(b_p)}, X_{ik} = 1 \forall i, k \quad (2.8)$$

**Источник: составлено автором**

Очевидно, что в правой части уравнения (формула (2.8)) может использоваться любой из множителей  $e^{bk}$ . Также стоит заметить, что выражение в знаменателе в левой части формулы (2.6) является не чем иным, как моделью пропорционального риска, которая не включает в себя  $e^{b_p X_{ip}}$ , то есть не учитывает переменную  $X_{ip}$ . Поэтому точка пересечения  $e^{bk}$  называется коэффициентом риска, показывающим, во сколько раз увеличится условная вероятность неудачи в период  $t$ , если переменная  $X_{ik}$  в этом периоде будет равна 1.

Таким образом, существует два подхода к отображению результатов оценки параметров: через коэффициент  $b_k$  и через коэффициент риска  $e^{bk}$ . В таблице 2.2 приведено описание интерпретации результатов моделирования в зависимости от значений этих показателей:

**Таблица 2.2.** Интерпретация показателей в моделях пропорциональных рисков

Интерпретация	Коэффициент $b_k$	Коэффициент риска $e^{bk}$
---------------	-------------------	----------------------------

Прямая зависимость	$b_k > 0$	$e^{b_k} > 1$
Нет зависимости	$b_k = 0$	$e^{b_k} = 1$
Обратная зависимость	$b_k < 0$	$0 < e^{b_k} < 1$

**Источник:** составлено автором по [Ратникова, Фурманов, 2014]

Разумеется, результаты исследования не зависят от выбранного метода отображения данных. С помощью коэффициента риска  $e^{b_k}$  легче оценить влияние фактора на риск — коэффициент риска фактически является множителем. Коэффициент  $b_k$  нагляднее показывает направление зависимости знаком, а также может использоваться при линеаризации моделей пропорционального риска. Это полезно при использовании математически преобразованных переменных (например, логарифмов, квадратов или корней от исходных переменных) и их интерпретации.

### Параметрические модели выживаемости

Для того, чтобы убедиться, что модель пропорциональных рисков Кокса не «нашла статистику там, где её нет», необходимо прибегнуть к другим моделям класса моделей выживаемости. К прочим статистическим моделям выживаемости относят так называемые параметрические модели выживаемости. Вследствие этого, модели не нуждаются в выполнении допущения о пропорциональности рисков. В таблице 2.3 приведено сравнение параметрических моделей Каплана-Мейера (экспоненциальная модель), Гомпертца, Вейбулла и модели Кокса.

**Таблица 2.3.** Сравнение параметрических и непараметрических моделей

Название модели	Функция риска	Базовый уровень риска
Модель Каплана-Мейера	$h_i(t) = e^{b_0 + b_1 X_{i1} + \dots + b_p X_{ip}}$	$e^{b_0} = \text{const}$
Модель Гомпертца	$h_i(t) = e^{\gamma t + b_1 X_{i1} + \dots + b_p X_{ip}}$	$e^{\gamma t}$ — детерминированная функция времени
Модель Вейбулла	$h_i(t) = p t^{1-p} e^{b_1 X_{i1} + \dots + b_p X_{ip}}$	$p t^{1-p}$ — детерминированная функций времени

Модель Кокса	$h_i(t) = h_0(t) * e^{(b_1X_{i1}+b_2X_{i2}+\dots+\beta_pX_{ip})}$	$h_0(t)$ — случайная функция времени
--------------	---	--------------------------------------

**Источник: составлено автором**

Необходимо отметить, что к параметрическим моделям справедливо применение понятий «уровень риска», «коэффициент риска» и «коэффициент» в том же значении, что и к модели Кокса. Интерпретация расчётных показателей этих понятий эквивалентна. Следовательно, формулировка гипотез в параметрических моделях не отличается от формулировки гипотез в модели Кокса.

**Допущение о пропорциональности рисков**

Главное отличие полупараметрической модели Кокса от параметрических моделей заключается в неслучайности (детерминированности) базового уровня риска последних. Допущение о пропорциональности рисков означает, что коэффициенты  $b_k$  неизменны с течением времени, и в параметрических моделях оно выполняется априорно. Однако в связи с наличием случайной функции времени  $h_0(t)$ , в модели Кокса пропорциональность рисков нуждается в отдельном статистическом доказательстве. Пропорциональность рисков может проверяться как по всей модели, так и по каждой из её независимых переменных. Проверка выполнения этого допущения осуществляется с помощью различных статистических методов, в которых формулируется следующая гипотеза:

*H<sub>0</sub>: «риски пропорциональны»;*

*H<sub>A</sub>: «риски не пропорциональны».*

В Stata гипотезу о пропорциональности рисков можно проверить с помощью теста, основанного на так называемых остатках Шёнфельда. Выполнение этого теста осуществляется с помощью команды `estat phtest`.

**2.4. Описание данных**

**Формирование выборки**

Для составления выборки была использована база данных Mergers & Acquisitions в Thomson Reuter Eikon. Существующая система фильтрации не позволяет отделять сделки going private от других сделок по слияниям и поглощениям, поэтому для сбора данных были установлены фильтры, соответствующие выведенному определению сделкам по корпоративной приватизации публичных компаний, а именно (таблица 2.4):

**Таблица 2.4.** Параметры  
фильтрации данных

<i>Категория</i>	<i>Фильтр</i>	<i>Обоснование</i>
'Deal status'	'Completed'	Предметом интереса исследования являются исключительно завершённые сделки.
'Announcement date'	'Before: 12/31/2019' и 'After: 01/01/2010'	Выбор временного промежутка в исследовании был вызван следующими аспектами: необходимость определения релевантных временных границ исследования; необходимость избежать влияния делового цикла на значения переменных; необходимость ликвидировать эффекты шоковых событий экономики, таких как финансовый кризис 2008 года и распространение коронавирусной инфекции 2020 года, которые могут приводить к аномальному количеству делистингов. Таким образом, временным промежутком исследования стал последний завершившийся деловой цикл экономики США, рассчитанный Национальным бюро экономических исследований и сокращённый автором до полных календарных лет в целях удобства [National Bureau of Economic Research, 2021].
Target nation	United States	Исследование ограничено компаниями, зарегистрированными в США и, следовательно, отталкивающимися от американского законодательства при принятии решений. Подобный фильтр в отношении компаний — приобретателей не применялся.
Target public status	Public	Исследование посвящено проблемам публичных компаний, решаемых получением частного статуса — таким образом, сделки с частными компаниями не представляют для исследователя интереса.
Acquirer public status	Private	Ключевым условием сделки по корпоративной приватизации является частный статус покупателя. Приобретение компании публичным покупателем позволяет сократить издержки публичного статуса, но не избежать их.
Form of the transaction	Merger	Thomson Reuters классифицирует сделки по корпоративной приватизации как «слияния», так как они подразумевают полный выкуп акций в свободном обращении.
Deal size (M USD)	100	Сумма сделок ограничена нижним порогом в 100 миллионов долларов США, так как таким образом на переменные не влияют специфические риски компаний микрокапитализации. Подход был заимствован у [Warner, Butwin, Messina, Zhang, 2020].

**Таблица 2.4.** Параметры фильтрации данных (продолжение)

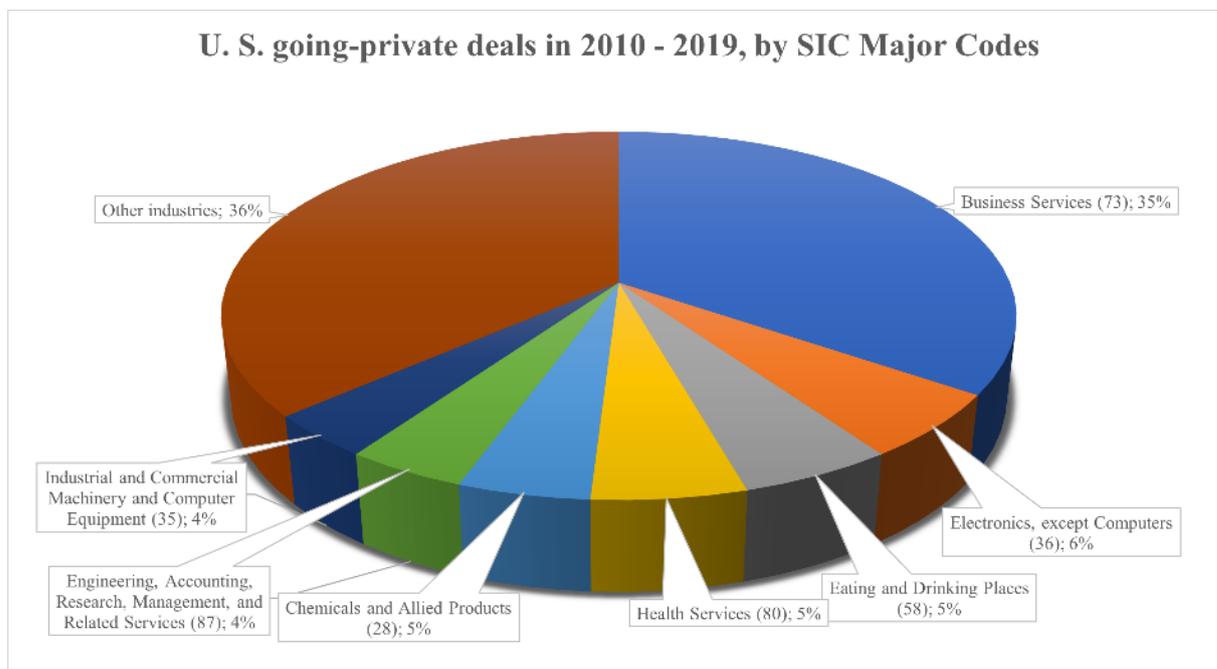
Acquirer industry	Alternative financial investments, Other financials, REITs, Asset management, Banks, Insurance	Отсеяны поглощения непубличными отраслевыми игроками, чтобы обеспечить соблюдение второго условия данного определения сделкам по корпоративной приватизации публичных компаний.
-------------------	--	---

**Источник: составлено автором**

Помимо применения этих фильтров, было также вручную отсеяно 5 сделок по приобретению публичных финансовых компаний частными финансовыми компаниями. Таким образом, широкая выборка составила 263 сделки по корпоративной приватизации публичных компаний.

Очевидно, что при финансовом исследовании, основанном на анализе финансовых показателей, необходимо учитывать отраслевые особенности тех или иных индикаторов. Например, считающимися нормальными показатели долговой нагрузки в капиталоемких отраслях: транспорт, строительство, добыча и так далее — будут восприниматься как высокие для компаний розничного бизнеса. А различные рыночные индикаторы: например, отношение рыночной стоимости компании к бухгалтерской и Q Тобина — будут значительно ниже у компаний аграрного сектора, чем у представителей индустрии IT.

На рисунке 2.2 представлена диаграмма распределения компаний-мишеней в сделках выборки по отраслям экономики, согласно классификации Standard Industry Code.

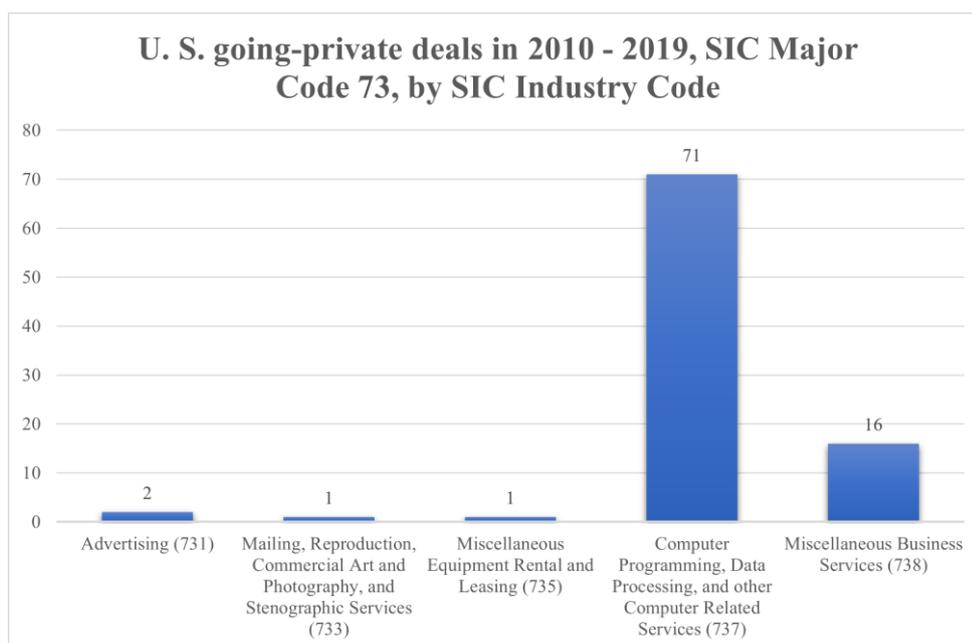


**Рис 2.2.** *Распределение компаний — мишеней в сделках going private по отраслям.*

**Источник:** составлено автором по данным Thomson Reuters Eikon.

Из диаграммы мы видим, что чаще всего сделки по корпоративной приватизации совершались в отношении компаний, оказывающих деловые услуги, и отрыв от ближайшей категории составляет более 20%.

Стоит отметить, что сектор деловых услуг достаточно разнообразен, поэтому стоит рассмотреть данную область подробнее. На рисунке 2.3 показано распределение сделок с компаниями отраслевой группы 73 в классификации SIC.



**Рис 2.3.** *Распределение сделок going private среди категорий отрасли «Деловые услуги»*

**Источник: составлено автором.**

График на рисунке (2.3) показывает, что подавляющее большинство компаний сектора деловых услуг, приобретённых в рамках сделок по корпоративной приватизации, осуществляют деятельность в области «компьютерного программирования, обработки данных и других услугах, ориентированных на информационные технологии». Такие занимаются разработкой программного обеспечения и создания решений для компаний в области информационных технологий. Наиболее известными представителями, у которых данная категория — ведущая, являются компании SAP America и Oracle.

Логично предположить, что даже в рамках отраслевой группы деловых услуг стандарты финансовых показателей будут существенно отличаться. Очевидно, что, например, компании, осуществляющие «прочую аренду и лизинг оборудования» будут склонны иметь различные показатели внеоборотных активов и заёмного капитала, чем компании, занимающиеся разработкой пакетного программного обеспечения.

Следовательно, ещё одним шагом на этапе определения выборки исследования стало сужение выборки до сделок с компаниями, оказывающими услуги в сфере информационных технологий в целях избежать влияния отраслевых различий на анализируемые данные.

Таким образом, выборка компаний — мишеней в сделках по корпоративной приватизации составила 71. Список компаний представлен в приложении 1.

Следующим шагом стало формирование выборки прокси-компаний — публичных компаний отрасли, не осуществивших делистинг в период с 2010 по 2019 годы. Они необходимы в исследовании для сравнения показателей с показателями приватизируемых компаний и нахождения существенных различий.

Были выдвинуты следующие критерии к прокси-компаниям:

- Прокси-компания должна быть зарегистрирована в США;
- Основной биржей для компании должна быть американская национальная биржа (например, NYSE или NASDAQ);
- Основной вид деятельности прокси-компания должен быть классифицирован как «компьютерное программирование, обработка данных и другие услуги, ориентированные на информационные технологии» по системе стандартизации SIC (код 737#);
- У прокси-компания должна быть непрерывная торговая история начиная с любого момента в 2010—2019 годах;
- После 2019 года прокси-компания не осуществляла делистинг и не делала подобных объявлений;

- На протяжении 2010—2019 годов показатель стоимости предприятия (enterprise value) прокси-компании должна изменяться в тех же пределах, что и показатель стоимости предприятия таргет-компаний в сделках going private в том же периоде (не включая показателей после объявления о сделке и за девять месяцев до него).

Данные критерии призваны:

- избежать влияние различия в отраслевых стандартах и рисках на финансовые индикаторы;
- исключить компании, предпосылки к корпоративной приватизации которых наблюдались на протяжении 2010—2019 годов, однако объявление о сделке было сделано уже после этого периода;
- исключить влияние специфики размера компании на набор её финансовых индикаторов.

Таким образом, в выборку попали 94 прокси-компании. Список компаний представлен в Приложении 2.

### Описание переменных

#### *Исходные данные*

По каждой из компаний выборки были получены данные из Thomson Reuters Datastream. Переменные массива указаны в таблице (2.5):

**Таблица 2.5.** Переменные исходного массива данных

<i>Название показателя</i>	<i>Код Thomson Reuters Datastream</i>	<i>Описание (no Thomson Reuters Datastream)</i>	<i>Имя переменной в массиве данных</i>
Чистая прибыль	DWNP	Прибыль после всех операционных и внеоперационных доходов и расходов, создания резервов, уплаты налогов, выплаты процентов и непредвиденных затрат.	pr
Общий долг	WC03255	Все заимствования и капитализированные обязательства по лизингу, сумма долгосрочных и краткосрочных обязательств.	d
Чистая выручка	DWSL	Валовая выручка за вычетом скидок, возвратов и бесплатного распространения продуктов и услуг.	sales

**Таблица 2.5.** Переменные исходного массива данных (продолжение)

Собственный капитал	DWSE	Бухгалтерская стоимость акционерного капитала.	se
Общие активы	DWTA	Сумма оборотных активов, внеоборотной дебиторской задолженности, инвестиций в неконсолидированные дочерние предприятия, прочих инвестиций, чистых внеоборотных активов.	ta
Ценность предприятия	DWEV	Рыночная капитализация плюс стоимость привилегированных акций плюс общий долг минус денежные средства.	ev
ЕБИТДА	DWED	Прибыль до налогообложения, процентных платежей и амортизации.	ebitda
Показатель акций в свободном обращении	NOSHFF	Процент обыкновенных акций от общего числа акций, не являющихся казначейскими и не удерживаемые в составе стратегических пакетов акций (> 5% объёма акций). Для целей исследования показатель был преобразован в долю (100% = 1).	ff

**Источник:** составлено автором по Thomson Reuters Datastream

*Преобразованные данные*

На основе исходных данных были также получены преобразованные данные (таблица (2.6)):

**Таблица 2.6.** Новые переменные преобразованного массива данных

<i>Название показателя</i>	<i>Формула расчёта</i>	<i>Описание</i>	<i>Имя переменной в массиве данных</i>
Q Тобина	$ev / ta$	Показатель оценки рынком. В отличие от показателя отношения рыночной стоимости к бухгалтерской стоимости, определяет оценку рынком относительно всего предприятия, включая его обязательства и привилегированный капитал, а не только собственный.	TobinsQ

**Таблица 2.6.** Новые переменные преобразованного массива данных (продолжение)

EV/ЕБИТДА	ev / ebitda	Показатель рыночной оценки, характеризующий, за сколько лет окупится компания в отсутствие налогообложения, процентных платежей и амортизационных отчислений.	evebitda
Рентабельность долга	np / d	Показатель рентабельности, характеризующий сколько компания генерирует чистой прибыли на единицу долга.	ROD
Отношение заёмных средств к собственному капиталу	d / se	Показатель, характеризующий закредитованность бизнеса.	Gearing
Логарифм от чистой выручки	ln(sales)*	Натуральный логарифм от показателя чистой выручки. *Из 17188 наблюдений в выборку попало 36 наблюдений с нулевым и 15 наблюдений с отрицательным показателем sales, которые при преобразовании превращались в missing values (пропуски).	LnSales

**Источник: составлено автором**

*Вспомогательные переменные*

Для дальнейшего проведения эмпирического исследования необходимо задать две вспомогательные переменные:

- бинарная переменная `wentprivate` является «переменной неудачи» и принимает значение 1 за 9 месяцев до анонса сделки о приватизации. Все наблюдения до этого момента заполняются нулями. Все наблюдения после 1 заполняются пропусками. Если компания не осуществляла корпоративную приватизацию на горизонте исследования и после него (компания относится к прокси-выборке), то `wentprivate` принимает значение 0 на всех наблюдениях. Наличие такой переменной необходимо для построения моделей выживаемости в программных пакетах статистического анализа (в том числе Stata).

- бинарная переменная `wr` принимает значение 1 на всех наблюдениях, если компания осуществила корпоративную приватизацию в любой момент времени на горизонте исследования (компания относится к целевой выборке) и значение 0, если

компания не осуществляла корпоративную приватизацию (компания относится к прокси-выборке). Данная переменная необходима для проведения описательной статистики по подвыборкам.

### Описательная статистика переменных

В таблице (2.7) представлена описательная статистика переменных, которые будут в дальнейшем рассматриваться в рамках исследования:

**Таблица 2.7.** Описательная статистика переменных

<i>Переменная</i>	<i>Среднее</i>	<i>Стандартное отклонение</i>	<i>Минимальное значение</i>	<i>Максимальное значение</i>
<i>Gearing</i>	0,644	1,187	-2,519	4,477
<i>ROD</i>	-0,066	0,344	-1,488	0,650
<i>TobinsQ</i>	2,792	3,507	0,332	34,529
<i>EVEBITDA</i>	7,981	6,754	-7,018	20,575
<i>FreeFloat</i>	0,733	0,198	0,03	1
<i>LnSales</i>	11,447	1,942	0	14,171

**Источник:** составлено автором

Из таблицы (2.7) видно, что в среднем компании имели меньше заёмных средств, чем собственного капитала — об этом свидетельствует среднее по показателю *Gearing*, равное 0,644. Таким образом, доля обязательств в пассивах компаний выборки в среднем составляет чуть больше 39%. Отрицательное значение *Gearing* свидетельствует о том, что существует как минимум одна компания, которая как минимум один месяц закончила с высоким накопленным убытком, превышающим стоимость собственного капитала. Максимальное значение показателя составило 4,477, что говорит о наличии как минимум одной компании, объём долгового финансирования которой в одно или более наблюдений превышал собственный капитал в несколько раз.

Средний показатель *ROD* отрицательный, что свидетельствует о наличии в выборке компаний, отчитывавшихся о чистых убытках в те или иные периоды. Максимальное значение достигло 0,65, что свидетельствует о наличии компаний, имеющих либо высокие относительно долга прибыли, либо низкий уровень долга — хотя, как уже упоминалось, рентабельность долга не стоит использовать для оценки рентабельности компании в целом.

Средний показатель *TobinsQ* составил 2,335, что в целом согласуется с особенностями отрасли. Главный актив компаний сектора ИТ-услуг — специалисты по

компьютерному программированию, интеллектуальный капитал которых не отражается на балансе предприятия, но генерирует основную ценность для его собственников. Поэтому рынок, как правило, оценивает такие компании значительно выше, чем бухгалтера. Минимальное значение TobinsQ составило 0,332, что свидетельствует о недооценке рынком активов предприятия в три раза. Это может быть результатом различных факторов: уличение в «творческой бухгалтерии», слишком высокий уровень долга, неэффективный менеджмент и тому подобное. Максимальное значение составило 34,529, что свидетельствует о переоценке предприятия в несколько раз. Такие результаты могли регистрироваться во время ажиотажа, связанного с теми или иными компаниями, и действиями непрофессиональных инвесторов. Стоит отметить, что к компаниям IT-услуг относят и, например, разработчиков компьютерных игр, узнаваемость брендов которых выше среди широкой массы людей, чем, например, разработчиков ПО для предприятий промышленности.

Средний показатель EVEBITDA составил 7,981. Это значит, что если бы компания выборки не платила налоги, проценты по займам и не реинвестировала бы прибыль, то она бы окупилась за чуть менее, чем 8 лет. Максимальный показатель составил 20,575, что может говорить о наличии в выборке компании, в которой рынок видит высокий потенциал роста прибылей. Минимальный показатель равен -7,018, что говорит о наличии в выборке компаний, отчитывавшихся об отрицательных прибылях до налогообложения и вычета процентов.

Средний показатель FreeFloat составил 0,733, что является нормальным показателем для компаний большинства индустрий, представленных на американском фондовом рынке. Существуют компании, в те или иные периоды заканчивающие месяц с показателем в 3%, что может свидетельствовать о затянувшейся сделке по выкупу или длительной подготовкой к делистингу. Также у некоторых компаний показатель акций в свободном обращении составил 100%, что говорит об отсутствии инвесторов с долей более 5 % и отсутствии собственных акций на балансе предприятия.

Средний показатель LnSales составил 11,447. Так как данная переменная является логарифмированной, то нельзя ничего сказать в отношении среднего показателя. Однако стоит заметить, что минимальное значение показателя составило 0, то есть минимальный показатель выручки за время наблюдений составил около 1 тысячи долларов.

### **Парная корреляция между переменными**

В таблице (2.8) указаны парные коэффициенты корреляции между изучаемыми независимыми переменными.

**Таблица 2.8.** Парные корреляции между независимыми переменными

Переменная	Gearing				
Gearing	1	ROD			
ROD	0,012	1	TobinsQ		
TobinsQ	-0,117***	-0,012	1	EVEBITDA	
EVEBITDA	0,034***	0,034	0,032***	1	FreeFloat
FreeFloat	0,022**	0,044***	-0,139***	-0,019*	1
LnSales	0,321***	0,261***	-0,158***	0,048***	0,126***

\*\*\* - обозначается значимость на уровне 1%

\*\* - обозначается значимость на уровне 5%

\* - обозначается значимость на уровне 10%

#### **Источник: составлено автором**

Наиболее существенная парная корреляция наблюдается между переменными LnSales и Gearing, а также LnSales и ROD. Компании, которые показывают бóльшую выручку, склонны иметь большую долговую нагрузку. Это может означать, что благодаря привлечению заёмных средств достаточному количеству компаний удаётся инвестировать в приносящие выручку проекты или расширять основной бизнес. Также компании с высоким уровнем продаж генерируют более высокую рентабельность долга. Данное наблюдение согласуется с шестой гипотезой. Многие компании могут превращать большую выручку в положительную чистую прибыль и таким образом показывать положительные показатели рентабельности, в том числе и долга.

Однако максимальный абсолютный показатель корреляции составляет всего 0,321, что свидетельствует об отсутствии сильной связи. Это позволяет убедиться, что между выбранными независимыми переменными не существует взаимосвязи, достаточно сильной для искажения результатов эмпирического исследования.

#### **Тесты на равенство средних**

В рамках предварительного анализа были рассчитаны выборочные средние по подвыборкам 0 и 1 (бинарная переменная  $w_p$ ), а также разница между ними. Был проведён тест на равенство средних, в рамках которого выдвигалась альтернативная гипотеза о неравенстве средних между подвыборками (формулы (2.9), (2.10)).

$$H_0: \mu_i(0) = \mu_i(1) \quad (2.9)$$

$$H_A: \mu_i(0) \neq \mu_i(1) \quad (2.10)$$

**Источник: составлено автором.**

Существуют основания предполагать, что волатильность показателей у компаний, осуществивших корпоративную приватизацию и у компаний, оставшихся на бирже, может различаться. Поэтому из всех возможных разновидностей тестов на равенство средних был выбран t-тест Уэлча, так как он нечувствителен к различиям в стандартных отклонениях между подвыборками. Результаты расчёта выборочных средних, их разностей и тестирования указаны в таблице (2.9).

**Таблица 2.9.** Разница в средних значениях между переменными подвыборок (*t*-тест Уэлча)

<i>Переменная (i)</i>	<b>Выборочное среднее</b>		
	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>mean (0) — mean (1)</i>
<i>Gearing</i>	0,565	0,839	-0,275***
<i>ROD</i>	-0,103	0,017	-0,120***
<i>TobinsQ</i>	2,910	2,496	0,414***
<i>EVEBITDA</i>	7,112	10,217	-3,105***
<i>FreeFloat</i>	0,741	0,715	0,026***
<i>LnSales</i>	11,191	12,033	-0,842***

\*\*\* - обозначается значимость на уровне 1%

\*\* - обозначается значимость на уровне 5%

\* - обозначается значимость на уровне 10%

**Источник: составлено автором**

Можно заявить о существенных межгрупповых различиях в средних по каждой из переменных, так как по результатам всех проведённых t-тестов Уэлча принималась альтернативная гипотеза на уровне значимости 1%.

Выборочное среднее переменной *Gearing* составило 0,565 для подвыборки 0 (компаний, оставшиеся публичными) и 0,839 для подвыборки 1 (компаний, осуществившие корпоративную приватизацию). В среднем по выборке, отношение заёмных средств к собственному капиталу у приватизированных компаний выше на 27,5%, что может свидетельствовать об обоснованности первой гипотезы исследования, выдвигаемой в отношении этого показателя.

Выборочное среднее переменной ROD составило -0,103 для подвыборки 0 и 0,017 для подвыборки 1. По статистике, компании сектора IT-услуг, остающиеся на бирже, показывают уровень рентабельности долга на 12% ниже, чем у приватизируемых компаний, причём у первых этот показатель отрицательный. Это значит, что значительное количество компаний индустрии, поддерживающих листинг, отчитываются об убытках. Такое явление может объясняться тем, что компаниям, только вышедшим на биржу, ещё нужно время и дополнительные инвестиции для выхода на прибыльность. Компаний такого рода не интересует корпоративная приватизация, а сами они недостаточно привлекательны для частных инвесторов. Данное наблюдение в целом согласуется со второй гипотезой исследования.

Выборочное среднее переменной TobinsQ составило 2,910 для подвыборки компаний, продолжающих листинг на бирже, и 2,496 для компаний, ушедших с неё посредством корпоративной приватизации. В среднем, у компаний, предпочитающих оставаться на фондовом рынке, относительная ценность через Q Тобина выше на 0,414. Это может свидетельствовать о более высокой оценке рынком синергетического эффекта, достигаемого активами внутри компании, а также качества менеджмента и труда специалистов. Наблюдаемое различие между средними подтверждает обоснованность третьей гипотезы исследования.

Выборочное среднее переменной EVEBITDA составило 7,112 для группы 0 и 10,217 для группы 1. Это говорит о том, что в отсутствие налогов и процентных платежей, компании, остающиеся на бирже, в среднем окупаются на примерно 3 года быстрее, чем приватизированные компании. Однако, как уже было сказано, достаточное число компаний, для которых публичный статус приносит больше выгод, чем потерь, может отчитываться об отрицательных прибылях, в том числе до уплаты налогов и процентов. Так, компании с убытком до вычета процентов и налогообложения математически могут «тянуть» свою группу ниже. Поэтому говорить о каких-либо статистических свидетельствах об обоснованности или необоснованности четвёртой гипотезы не представляется возможным.

Выборочное среднее переменной FreeFloat составило 0,741 для подвыборки 0 и 0,715 для подвыборки 1. Хотя результаты t-теста говорят о существенном различии между показателями, трудно сделать какие-либо обоснованные предположения в отношении причины такой сравнительно небольшой разницы. Следовательно, различия в средних по подвыборкам не могут являться основанием для пятой гипотезы.

Выборочное среднее переменной LnSales составило 11,191 для подвыборки компаний, оставшихся на бирже и 12,033 для подвыборки компаний, принявших решение

о корпоративной приватизации. Так как переменная логарифмирована, интерпретация результатов тестирования не имеет смысла.

### Формулировка гипотез исследования в статистических гипотезах

Для проведения дальнейшего эмпирического исследования необходимо преобразовать гипотезы исследования в статистические гипотезы. Как уже обсуждалось, показателями влияния тех или иных предикторов на вероятность наступления события (в данном случае вероятность корпоративной приватизации компании) являются коэффициент риска и коэффициент (параметр), а вывод не зависит от рассмотрения только одного из этих показателей.

Для формулировки статистических гипотез необходимо сначала специфицировать применяемые модели (таблица 2.10, формулы (2.11) (2.12) (2.13) (2.14)).

**Таблица 2.10.** Специфицированные модели исследования

Название модели	Уравнение модели: $h_i(t) =$	
Модель Каплана-Мейера	$e^{b_0 + b_1 Gearing_i + b_2 ROD_i + b_3 TobinsQ_i + b_4 EVEBITDA_i + b_5 FreeFloat_i + b_6 LnSales_i}$	(2.11)
Модель Гомпертца	$e^{yt + b_1 Gearing_i + b_2 ROD_i + b_3 TobinsQ_i + b_4 EVEBITDA_i + b_5 FreeFloat_i + b_6 LnSales_i}$	(2.12)
Модель Вейбулла	$pt^{1-p} e^{b_1 Gearing_i + b_2 ROD_i + b_3 TobinsQ_i + b_4 EVEBITDA_i + b_5 FreeFloat_i + b_6 LnSales_i}$	(2.13)
Модель Кокса	$h_0(t) * e^{b_1 Gearing_i + b_2 ROD_i + b_3 TobinsQ_i + b_4 EVEBITDA_i + b_5 FreeFloat_i + b_6 LnSales_i}$	(2.14)

### Источник: составлено автором

Как уже обсуждалось, формулировка гипотез не отличается в моделях Кокса и в параметрических моделях выживаемости. Таким образом, выдвигаются одинаковые гипотезы в отношении всех четырёх используемых моделей (таблица (2.11)).

**Таблица 2.11.** Формулировка статистических гипотез

Гипотеза исследования	Формулировка через коэффициент риска $e^{bk}$	Формулировка через коэффициент (параметр) $b_k$
Гипотеза 1 (Gearing)	$H_0: e^{b_1} = 1$ $H_A: e^{b_1} > 1$	$H_0: b_1 = 0$ $H_A: b_1 > 0$
Гипотеза 2 (ROD)	$H_0: e^{b_2} = 1$ $H_A: e^{b_2} > 1$	$H_0: b_2 = 0$ $H_A: b_2 > 0$
Гипотеза 3 (TobinsQ)	$H_0: e^{b_3} = 1$ $H_A: e^{b_3} < 1$	$H_0: b_3 = 0$ $H_A: b_3 < 0$
Гипотеза 4 (EVEBITDA)	$H_0: e^{b_4} = 1$ $H_A: e^{b_4} < 1$	$H_0: b_4 = 0$ $H_A: b_4 < 0$
Гипотеза 5 (FreeFloat)	$H_0: e^{b_5} = 1$ $H_A: e^{b_5} < 1$	$H_0: b_5 = 0$ $H_A: b_5 < 0$
Гипотеза 6 (LnSales)	$H_0: e^{b_6} = 1$ $H_A: e^{b_6} > 1$	$H_0: b_6 = 0$ $H_A: b_6 > 0$

**Источник:** составлено автором

## 2.5. Проведение эмпирического исследования

### Статистика выживаемости

В таблице (2.12) представлена описательная статистика данных по выживаемости. Количество субъектов исследования составило 165 — это сумма выборок приватизированных компаний и публичных прокси-компаний. 71 компания была приватизирована, что составляет около 43% выборки. Количество наблюдений — это сумма наблюдений по каждой из компаний — иначе говоря, на протяжении какого количества месяцев регистрировались данные для исследования отдельно взятой компании. В среднем данные компаний регистрировались на протяжении 104 месяцев или чуть больше 8,5 лет. Максимально возможный срок регистрации данных — 133 месяца — был у компаний прокси-выборки, которые осуществили IPO до 2009 года и, следовательно, по сей день остаются в публичном статусе. Максимальный срок также совпадает с медианным — это означает, что не менее половины компаний выборки к настоящему моменту находятся в публичном статусе более 12 лет. Безусловно, такими компаниями могут являться только компании прокси-выборки, так как сбор данных по каждой приватизированной компании прекращался за 9 месяцев до анонса ею корпоративной приватизации. Это хорошие новости — значит, из 94 прокси-компаний как минимум 83 были включены в листинг на бирже

достаточно продолжительное время, чтобы на их финансовые показатели не влияли аномалии, связанные с IPO и пост-IPO периодом.

**Таблица 2.12.** Описательная статистика выживаемости

<i>Категория</i>	<i>Итого</i>	<b>Значения на субъект исследования</b>			
		<i>Среднее</i>	<i>Минимальное</i>	<i>Медианное</i>	<i>Максимальное</i>
<i>Кол-во субъектов исследования</i>	165				
<i>Кол-во наблюдений</i>	17188	104.1697	6	133	133
<i>Время первого наблюдения</i>		0	0	0	0
<i>Время последнего наблюдения</i>		104.1697	6	133	133
<i>Субъекты с пропусками в наблюдениях</i>	0				
<i>Время пропуска наблюдений</i>	0				
<i>Время риска</i>	17188	104.1697	6	133	133
<i>Неудачи</i>	71	0.430303	0	0	1

**Источник: составлено автором**

### **Уровень инцидентности**

В таблице (2.13) представлен так называемый уровень инцидентности. Самым известным частным случаем уровня инцидентности является уровень заболеваемости. В нашем случае «болезнью» будет корпоративная приватизация, а уровень инцидентности будет показывать вероятность компании «заболеть» (приватизироваться) в течение месяца (каждого периода наблюдения). Как и во многих других статистических моделях, предполагается, что существует некий недоступный для нахождения истинный уровень инцидентности, к которому, при соблюдении случайности и независимости выборки, будет стремиться расчётный уровень инцидентности. Поэтому можно также рассчитать доверительный интервал, в который с заданной вероятностью попадёт истинный уровень инцидентности. В таблице (2.12) взят доверительный интервал с вероятностью 95 %.

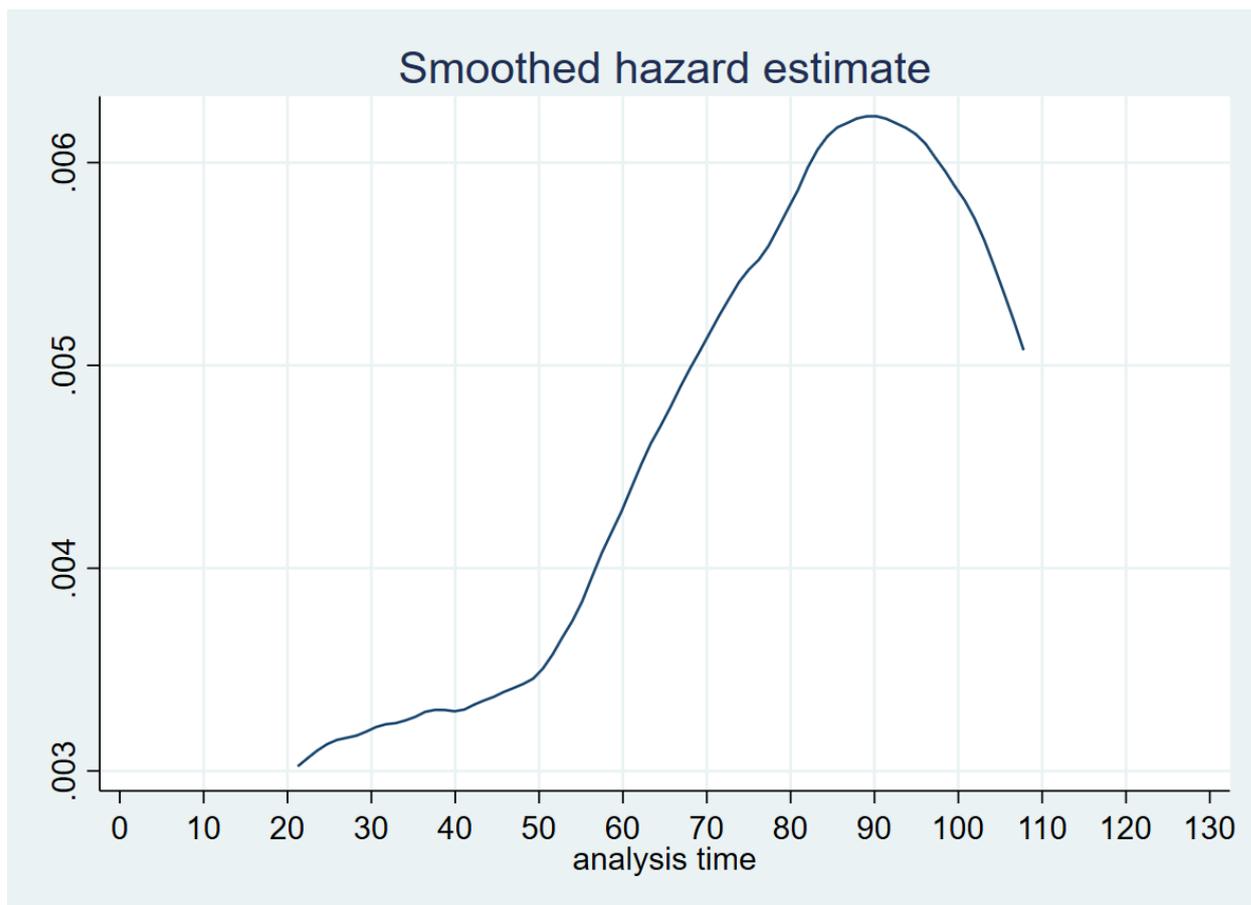
**Таблица 2.13.** Расчёт уровня инцидентности

			<b>Доверительный интервал (95 %)</b>	
<i>Кол-во наблюдений</i>	<i>Неудачи</i>	<i>Расчётный уровень инцидентности</i>	<i>Нижняя граница</i>	<i>Верхняя граница</i>
17188	71	0,413 %	0,327 %	0,521 %

**Источник: составлено автором**

## Кривые оценки риска

Очевидно, что в разные периоды уровень инцидентности может быть выше или ниже. Для наглядного представления изменчивости уровня инцидентности во времени используется график сглаженной оценки риска, на оси абсцисс которого указано время наблюдения, а на оси ординат — уровень риска. На рисунке (2.4) представлен такой график, построенный с помощью Stata.

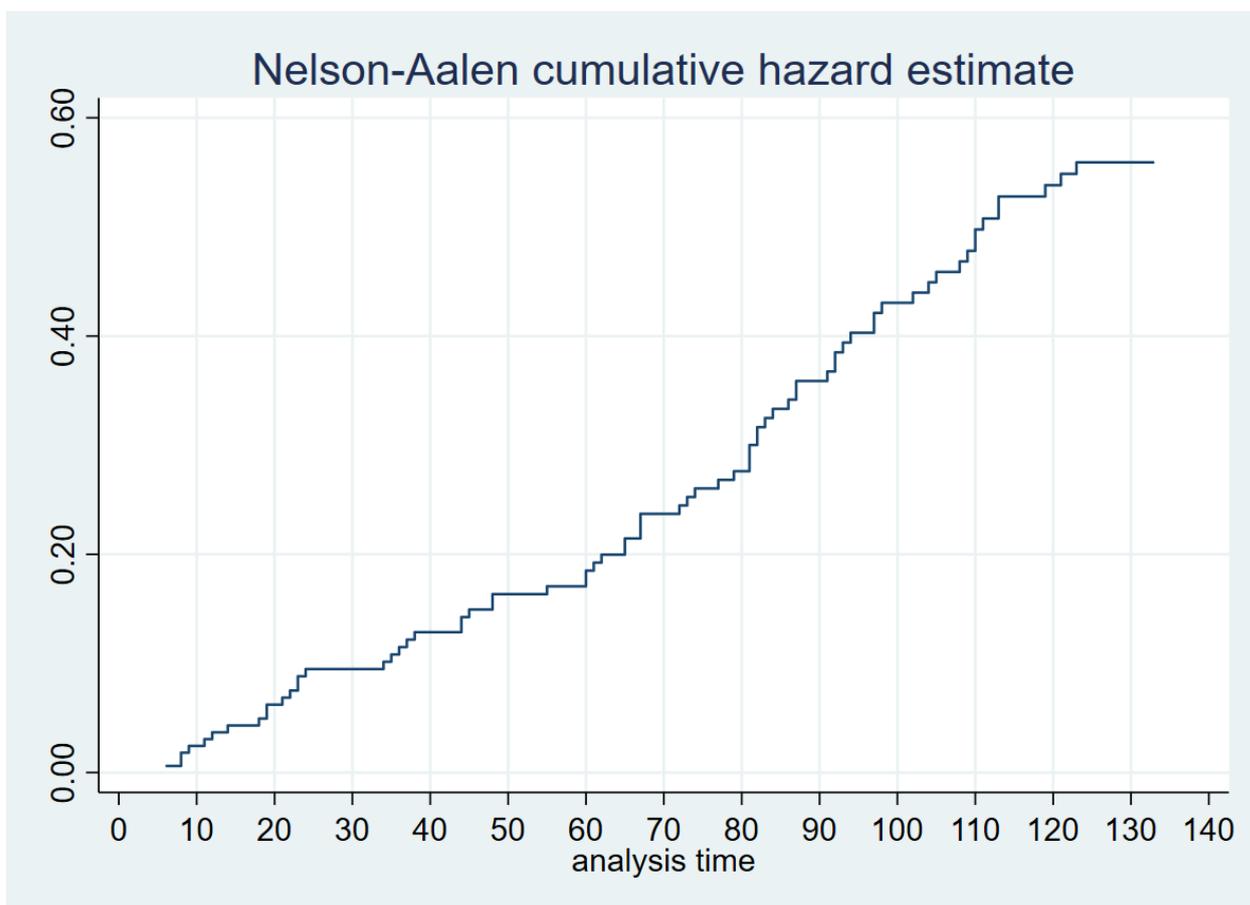


*Рис 2.4. График сглаженной оценки риска*

### Источник: составлено автором

На рисунке наблюдается почти неуклонный рост уровня риска примерно с 20 месяцев по 90 месяцев наблюдения, после чего график начинает неуклонно падать. Также стоит отметить наиболее высокое приращение к оценке риска на промежутке с 50 до 80 месяцев наблюдения. Можно сделать вывод о том, что риск корпоративной приватизации американской публичной компании сектора IT-услуг в рамках одного делового цикла растёт до определённого момента, а затем снижается.

На рисунке (2.5) представлен график кумулятивной оценки риска Нельсона-Аалена. Более резкие скачки графика свидетельствуют о более высоком росте риска в определённый период времени.

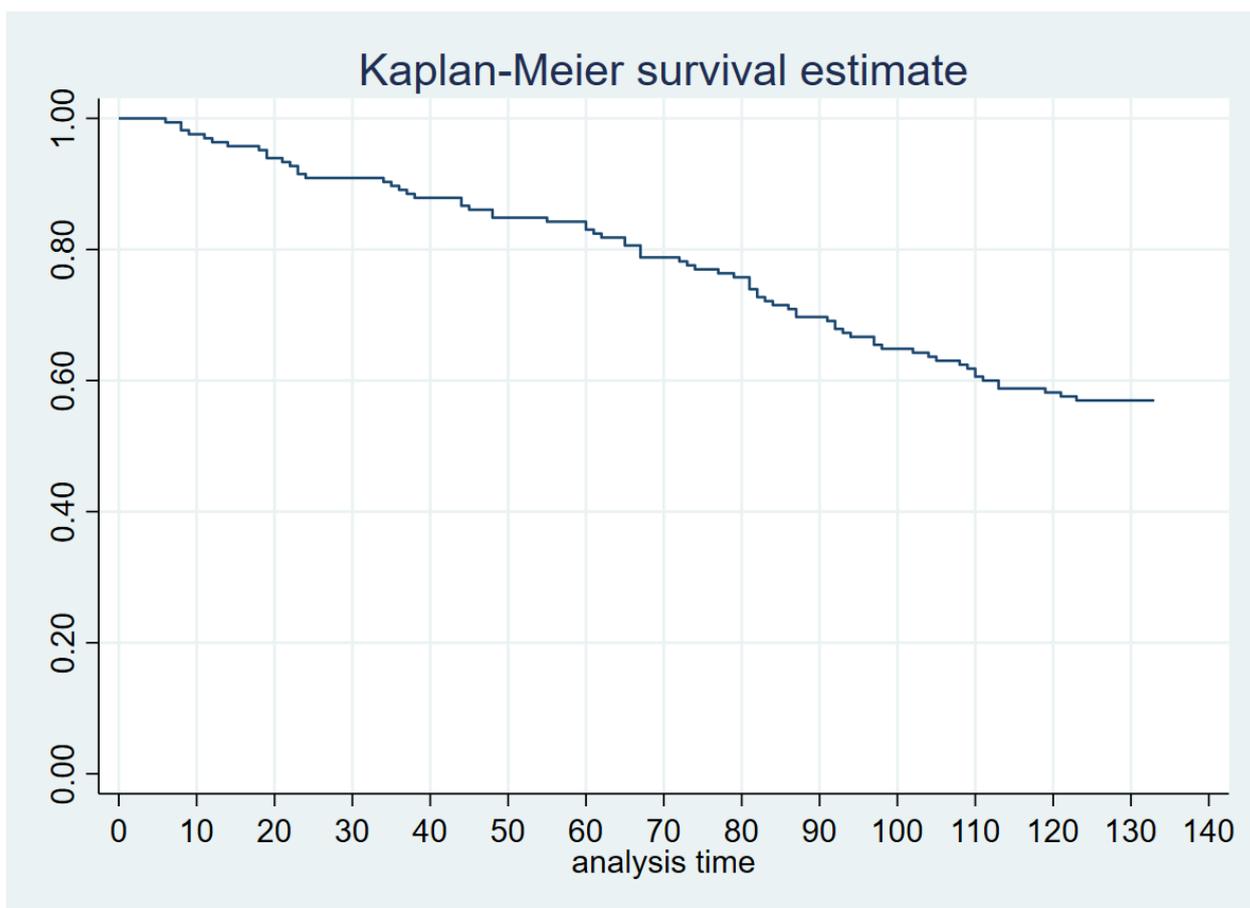


*Рис 2.5. График кумулятивной оценки риска Нельсона-Аалена*

**Источник: составлено автором**

Внимательное рассмотрение графика Нельсона-Аалена может подтвердить выводы, сделанные на основе анализа графика сглаженной оценки риска. Для роста кумулятивного риска с 0 до 0.2 было необходимо более 60 месяцев, тогда как с 0.20 до 0.40 — всего около 30, что свидетельствует о росте приращения риска после определённого периода. Однако рост кумулятивного риска снижается уже после 100 месяцев исследования, что также может говорить о наличии внутри рассматриваемого делового цикла некоего «рубежа», на котором компании более всего склонны совершить корпоративную приватизацию.

На рисунке (2.6) представлен график оценки выживаемости Каплана-Мейера. Как и на предыдущих графиках, на оси абсцисс графика Каплана-Мейера отложено время исследования. На оси ординат отложен уровень выживаемости (в данном случае доля компаний, сохраняющих публичный статус).



*Рис 2.6. График оценки выживаемости Каплана-Мейера*

**Источник: составлено автором**

График начинается с единицы, что логично, так те компании, сбор данных по которым начинался в 2009 году, имели публичный статус. Со временем компании начали приватизироваться, и, следовательно, график «спустился» до показателя в около 0,57, что равно доле компаний, сохранивших публичный статус на протяжении исследования. На графике также можно наблюдать особенности, выявленные при рассмотрении графиков сглаженной оценки риска и кумулятивной оценки риска: 20% анализируемых компаний осуществили делистинг в первые 70 месяцев, тогда как ещё 20% компаний были приватизированы в последующие 40 месяцев (с 71-го месяца по 110-й). На протяжении последних двух лет исследования доля приватизированных компаний снова сократилась.

**Функция выживаемости по годам**

С помощью пакета Stata можно представить функцию выживаемости в табличном виде (таблица (2.14)). Для удобства интерпретации данные были рассчитаны по годам. Для функции выживаемости также можно рассчитать доверительный интервал — он также будет посчитан с вероятностью в 95 %.

**Таблица 2.14.** Функция выживаемости по годам

Год	Кол-во публичных компаний на конец года <sup>5</sup>	Кол-во компаний за период, принявших решение о корпоративной приватизации	Функция выживаемости	Станд. ошибка	Доверительный интервал (95 %)	
					Нижняя граница	Верхняя граница
‘09	160	6	0,9636	0,0146	0,9209	0,9835
‘10	151	9	0,9091	0,0224	0,8537	0,9442
‘11	148	3	0,8909	0,0243	0,8324	0,9298
‘12	142	7	0,8485	0,0279	0,7841	0,8950
‘13	139	3	0,8303	0,0292	0,7638	0,8796
‘14	130	8	0,7818	0,0322	0,7107	0,8374
‘15	119	11	0,7152	0,0351	0,6397	0,7776
‘16	111	8	0,6667	0,0367	0,5891	0,7329
‘17	104	7	0,6242	0,0377	0,5456	0,6931
‘18	97	7	0,5818	0,0384	0,5027	0,6528
‘19	94	3	0,5697	0,0385	0,4906	0,6411

**Источник: составлено автором**

Из таблицы можно вывести две волны корпоративной приватизации американских компаний в секторе IT-услуг. Первая волна произошла в 2009—2010 годах и скорее всего является остаточным последствием финансового кризиса 2008 года. Многие компании могли запустить процесс корпоративной приватизации ещё в 2008 году, но из-за сложностей в поиске покупателя или бюрократических задержках непосредственная работа по завершению сделки началась годом-полтора позже. Вторая волна началась в 2014 году и закончилась в 2018 году, что по времени совпало с публикацией первой редакции исследования «американского листингового провала» Дойча и других в 2015 году и второй редакции — в 2017. Решения о корпоративной приватизации, принятые в 2014—2018 годах,

<sup>5</sup> Необходимо напомнить, что для исключения факторов асимметрии информации было принято допущение, что компания принимала решение о приватизации за 9 месяцев до анонса. Таким образом в этом списке компании, посчитанные как публичные, не включают в себя компании, фактически остававшиеся на бирже ещё в течение около календарного года до окончательного закрытия сделки по приватизации.

составили более половины всех решений о корпоративной приватизации в секторе в рамках последнего завершённого делового цикла американской экономики (41 из 71).

### Построение моделей пропорциональных рисков

В таблице (2.15) рассмотрены результаты построения полупараметрической модели пропорциональных рисков Кокса, а также трёх параметрических моделей: Каплана-Мейера (экспоненциальной), Гомпертца и Вейбулла.

**Таблица 2.15.** Результаты построения моделей пропорциональных рисков

<b>Коэффициенты</b>	<i>Коэффициенты</i>			
<i>Переменная</i>	<i>МПП Кокса</i>	<i>МПП Каплана-М.</i>	<i>МПП Гомпертца</i>	<i>МПП Вейбулла</i>
Gearing	0,026***	0,032***	0,032***	0,031***
ROD	0,159***	0,104***	0,103***	0,102***
TobinsQ	-0,118	-0,126	-0,128	-0,139
EVEBITDA	0	0	0	0
FreeFloat	-1,449**	-1,401**	-1,412**	-1,450**
LnSales	0,525***	0,514***	0,512***	0,511**
<b>Коэфф. риска</b>	<i>Коэффициенты рисков</i>			
Gearing	1,026***	1,032***	1,032***	1,031***
ROD	1,172***	1,109***	1,109***	1,108***
TobinsQ	0,888	0,882	0,880	0,870
EVEBITDA	1	1	1	1
FreeFloat	0,235**	0,246**	0,244**	0,235**
LnSales	1,691***	1,671***	1,670***	1,666***
<b>Значимость и информационные критерии</b>	<i>МПП Кокса</i>	<i>МПП Каплана-М.</i>	<i>МПП Гомпертца</i>	<i>МПП Вейбулла</i>
<i>Логарифмическая функция правдоподобия</i>	-247,893***	-108,036***	-108,022***	-107,633***

\*\*\* - обозначается значимость на уровне 1%

\*\* - обозначается значимость на уровне 5%

\* - обозначается значимость на уровне 10%

### Источник: составлено автором

Перед тем, как перейти к анализу результатов моделирования, необходимо проверить модель Кокса на соблюдение допущения о пропорциональности рисков. В

таблице (2.16) указаны результаты теста на пропорциональность рисков, основанных на остатках Шёнфельда.

**Таблица 2.16.** Результаты тестирования на пропорциональность рисков

<i>Переменная</i>	<i>rho</i>	<i>chi<sup>2</sup></i>	<i>Степени свободы</i>	<i>P-значение</i>
<i>Gearing</i>	-0,079	0,36	1	0,547
<i>ROD</i>	0,000	0,00	1	0,998
<i>TobinsQ</i>	0,304	4,44	1	0,035
<i>EVEBITDA</i>	-0,124	0,11	1	0,745
<i>FreeFloat</i>	0,204	2,69	1	0,101
<i>LnSales</i>	0,099	0,56	1	0,455
<b><i>Глобальный тест</i></b>		<b>7,48</b>	<b>6</b>	<b>0,279</b>

**Источник:** составлено автором

Из таблицы (2.16) следует, что нельзя отвергнуть нулевую гипотезу о пропорциональности рисков для переменных *Gearing*, *ROD*, *EVEBITDA*, *FreeFloat* и *LnSales*. Однако допущение о пропорциональности рисков не выполняется для переменной *TobinsQ*. Модель в целом соответствует допущению о пропорциональности рисков и, таким образом, может использоваться для дальнейшего анализа и интерпретации результатов.

В построенных моделях пропорциональных рисков результаты очень схожи: одинаковые знаки перед коэффициентами, небольшие различия в значениях коэффициентов и коэффициентов риска, принятие существенности переменных и моделей на одних и тех же уровнях значимости. Это позволяет сделать вывод о том, что модель не только статистически существенна, но и фундаментально правдоподобна.

Подробное рассмотрение результатов моделирования будет проведено по показателям, полученным в модели Кокса.

### **Проверка гипотез о долговой нагрузке**

Переменная *Gearing* значима на уровне 1%. Тестирование остатков Шёнфельда не дало оснований отвергнуть гипотезу о пропорциональности остатков. Коэффициент перед переменной *Gearing* положительный — это значит, что с ростом отношения обязательств к собственному капиталу повышается вероятность осуществления корпоративной приватизации компании. Коэффициент риска *Gearing* равен 1,026, что означает, что при увеличении показателя на единицу вероятность корпоративной приватизации растёт на 2,6%. Таким образом, сильно закредитованные публичные компании сектора ИТ-услуг

имеют большую вероятность быть приватизированными. Следовательно, гипотеза 1 принимается.

Переменная ROD значима на уровне 1%. Гипотеза о пропорциональности остатков не была отвергнута. В построенной модели Кокса перед переменной стоит положительный коэффициент. Из этого следует, что рост рентабельности долга способствует повышению вероятности корпоративной приватизации компании. Коэффициент риска ROD равняется 1,172, и это значит, что при росте рентабельности на единицу вероятность корпоративной приватизации увеличивается на 17,2%. Таким образом, компании, показывающие более высокую рентабельность долга, имеют большую вероятность быть приватизированными. Следовательно, гипотеза 2 принимается.

### **Проверка гипотез о рыночной оценке**

Переменная TobinsQ имеет р-значение 0,251, что выше общепринятых при проведении исследований уровней значимости (0,01, 0,05 или 0,1). Это значит, что нет оснований отвергнуть гипотезу о том, что коэффициент при переменной в модели равен нулю. Более того, при тестировании остатков Шёнфельда была принята гипотеза о непропорциональности рисков. Это свидетельствует о том, что направление и сила влияния показателя могли меняться с течением времени на исследуемом промежутке. Таким образом, нельзя сделать вывод о связи показателя TobinsQ с вероятностью принятия решения о корпоративной приватизации. Гипотеза 3 не может быть принята.

Переменная EVEBITDA имеет р-значение 0,611, что также значительно выше общепринятых уровней значимости. Это даёт основания считать, что коэффициент при переменной незначительно отличается от нуля. Гипотеза 4 не принимается.

### **Проверка гипотез об инвестиционной привлекательности**

Переменная FreeFloat значима на уровне 5%. Гипотеза о пропорциональности рисков не была отвергнута. Коэффициент перед переменной имеет отрицательный знак. Таким образом, при увеличении переменной FreeFloat вероятность корпоративной приватизации снижается. Коэффициент риска составляет 0,235. Так как показатель акций в свободном обращении ограничен справа (не может превышать 1), то словесное описание влияния переменной с использованием единицы не имеет особого смысла. Поэтому направление и сила влияния показателя могут быть описаны следующим образом: при увеличении доли акций в свободном обращении на 10% (увеличения показателя FreeFloat на 0,1) вероятность корпоративной приватизации компании снижается на 7,65%. Получается, что компании с большим показателем акций в свободном обращении с меньшей вероятностью будут приватизированы. Гипотеза 5 принимается.

Переменная LnSales значима на уровне 1%. Гипотеза о пропорциональности рисков также не была отвергнута. У коэффициента перед переменной положительный знак, что свидетельствует об увеличении вероятности корпоративной приватизации с ростом переменной. Коэффициент риска равен 1,691. Однако для правильной интерпретации логарифмированной переменной необходимо обратиться к формуле (2.4). При подставлении переменных модель преобразуется следующим образом (формула (2.15)):

$$\ln\left(\frac{h_i(t)}{h_0(t)}\right) = 0,026 * Gearing_i + 0,159 * ROD_i - 0,118 * TobinsQ_i - 1,449 * FreeFloat_i + 0,525 * \ln(Sales_i) \quad (2.15)$$

**Источник: составлено автором**

По правилу интерпретации параметров регрессионных моделей, в которых независимая и зависимая переменные являются логарифмированными, увеличение логарифмированной независимой переменной на один процент приводит к увеличению логарифмированной переменной на один процент умножить на параметр (Wooldridge, 2013). В математической форме это выглядит следующим образом (формулы (2.16) (2.17)):

$$\ln(y) = \beta_0 + \beta_1 \ln(x_1) + \varepsilon \quad (2.16)$$

$$\% \Delta y = \beta_1 \% \Delta x_1 \quad (2.17)$$

**Источник: [Wooldridge, 2013]**

Если подставить в формулу (2.17) рассматриваемые переменные, то получится формула (2.18):

$$\% \Delta \frac{h_i(t)}{h_0(t)} = 0,525 \% \Delta Sales_i \quad (2.18)$$

**Источник: составлено автором**

Базовый уровень риска  $h_0(t)$  меняется во времени, но не меняется по субъектам наблюдений (компаниям выборки) в рамках одного периода. В предположении, что рассматривается один период, а другие переменные равны, параметр интерпретируется так: при увеличении показателя Sales на 1% уровень риска увеличится на 0,525%. Так, компании с бóльшим показателем продаж с бóльшей вероятностью будут приватизированы. Следовательно, существуют основания для принятия гипотезы б.

### **Интерпретация результатов эмпирического исследования**

В Таблице 2.17. приведено сравнение ожидаемых и итоговых результатов проверки гипотез исследования.

**Таблица 2.17.** Результаты проверки гипотез исследования

<i>Детерминанта</i>	<i>Показатель</i>	<i>Ожидаемое направление взаимосвязи</i>	<i>Результат исследования</i>
Долговая нагрузка	Отношение обязательств к собственному капиталу	+	Гипотеза подтвердилась
	Рентабельность долга	+	Гипотеза подтвердилась
Рыночная оценка	Q Тобина	-	Гипотеза не подтвердилась
	Мультипликатор EV/EBITDA	-	Гипотеза не подтвердилась
Инвестиционная привлекательность	Показатель акций в свободном обращении	-	Гипотеза подтвердилась
	Чистая выручка	+	Гипотеза подтвердилась

**Источник: составлено автором**

Приняты гипотезы, относящиеся к уровню долга и к инвестиционной привлекательности. Найдена статистическая и обоснованная практическая взаимосвязь между отношением обязательств компании к собственному капиталу, рентабельности долга, показателю акций в свободном обращении, чистой выручкой и решениями о корпоративной приватизации публичных американских компаний в секторе информационных услуг.

Компании с низким долговым бременем и высоким показателем акций в свободном обращении могут быть не заинтересованы в корпоративной приватизации, так как публичный статус приносит им достаточно много выгод — высокая ликвидность капитала и лёгкий доступ к дополнительному финансированию. Однако в данном случае намного важнее обратить внимание на факторы, которые влияют на заинтересованность частных инвесторов в корпоративной приватизации публичной компании — низкий показатель акций в свободном обращении позволяет легче договориться с текущими владельцами, высокий объём продаж гарантирует возможность создание ценности через сокращение операционных и финансовых издержек, а рентабельность долга может свидетельствовать об оправданности затрат на реструктуризацию заёмных средств в новой компании.

Вместе с тем статистический анализ не позволил сделать вывод о связи недооценки компании с совершением сделок. Возможным объяснением может являться тот факт, что рынок оценивает компанию, предполагая, что она останется независимой и публичной,

тогда как частные инвесторы принимают решения о корпоративной приватизации публичной компании исходя из выгод частного статуса. В таком случае рыночная недооценённость сама по себе может не быть фактором привлекательности для частного инвестора и, следовательно, не влияет на принятие решения о корпоративной приватизации.

Также в данном исследовании не было обнаружено статистической взаимосвязи между оценкой компании относительно её финансовых результатов и решения о приватизации. Описательная статистика показала, что стоимость предприятия относительно её EBITDA в среднем даже ниже у компаний, которые остаются на бирже. Это связано с тем, что характерным поведением компаний сектора IT-услуг является генерация убытков в первые годы после IPO. Публичный статус позволяет таким компаниям получать финансирование быстро и на выгодных условиях, а частные инвесторы не заинтересованы в корпоративной приватизации публичных предприятий, которые ещё не вышли на прибыльность.

## **2.6. Выводы по главе 2**

Эмпирическое исследование, описанное в настоящей главе, построено на предположении, что ряд факторов, влияющих на принятие решения о корпоративной приватизации, представляется возможным отследить при проведении финансового анализа отчетности компании. Ожидается, что выбранные на основании обзора теории и исследований прошлых лет рыночные и бухгалтерские индикаторы отражают свидетельства как о высоких издержках публичного статуса, так и о привлекательности актива для частных инвесторов.

Однако в связи с опасениями о влиянии отраслевых особенностей на значения финансовых показателей и последующего искажения результатов исследования, представлялось необходимым сузить масштаб эмпирического анализа до одной отрасли. Рассмотрение статистики сделок на исследуемом временном промежутке показало, что наиболее приватизируемой отраслью является сектор IT-услуг, компании которого стали мишенями в 27% сделок по приватизации первоначальной выборки.

Для полноты данных составлена прокси-выборка — набор не ушедших с биржи компаний той же отрасли и схожего размера. Она составила 94 компании.

Для проведения эмпирического исследования выбраны четыре модели пропорциональных рисков: Кокса, Каплана-Мейера, Гомпертца и Вейбулла. Модели этого класса изначально разрабатывались для анализа опасности болезней и эффективности лечения и поэтому называются «моделями выживаемости». Впоследствии они начали

использоваться за рамками медицинских исследований, в том числе в работах, посвящённых слияниям, делистингу и корпоративным приватизациям.

В рамках методологии данной работы «болезнью» будет считаться принятие решения о корпоративной приватизации, риском «заболеть» — вероятность принятия этого решения, а «симптомами» — финансовые показатели. Считается, что компания «заболела» за 9 месяцев до анонса сделки — это необходимо для снижения влияния договорённостей с покупателем в рамках обязывающего соглашения и инсайдерской торговли. После этого наблюдение за ней прекращается. Для отражения «заболеваемости» были заданы специальные бинарные переменные.

Перед моделированием проведена описательная статистика переменных: как по всей выборке, так и в сравнении между подвыборками приватизированных и оставшихся на бирже компаний. Хотя сопоставление некоторых средних отразило сущность ряда гипотез, в контексте настоящего исследования описательная статистика не является серьёзным обоснованием тех или иных суждений, так как она не учитывает динамику показателей и вероятность совершить ошибку первого рода.

При рассмотрении графиков функции риска, построенных по данным выживаемости компаний, была обнаружена волна корпоративных приватизаций — период с 2015 по 2018 год, в который решение о приватизации приняли почти 41 из 71 компаний выборки. Именно в этот период и было опубликовано первое исследование об американском листинговом провале.

В качестве детерминантов принятия решения о приватизации проанализированы три аспекта бизнеса:

- Долговая нагрузка: уровень долга и его рентабельность. Предполагалось, что высокий долг повышает издержки публичным статусом, являясь в целом негативным сигналом для рынка и таким образом ограничивая доступ компании к финансированию. С другой стороны, высокая рентабельность долга даёт понять частным инвесторам, что затраты на реструктуризацию обязательств после приобретения оправдают себя. По результатам моделирования гипотезы о долговой нагрузке оказались статистически значимы, а знаки перед расчётными коэффициентами совпали с ожидаемыми. Такой результат даёт основания судить о том, что долговая нагрузка является детерминантой решения о корпоративной приватизации.

- Рыночная оценка. Новости о корпоративной приватизации нередко сопровождаются заявлениями о несправедливой оценке рынком. Более того, недооценка компании может свидетельствовать о том, что частные инвесторы приобретают компанию с дисконтом, тогда как текущие акционеры получают более справедливую компенсацию

через выкуп акций. Однако эмпирическое исследование не дало оснований судить о том, что с падением относительной рыночной оценки повышается вероятность осуществить корпоративную приватизацию. Скорее всего, это объясняется так — до анонса сделки рынок оценивает компанию в допущении, что она сохранит свой публичный статус в обозримом будущем. Менеджеры же оценивают компанию исходя из уникальной информации, доступной только им. Частные инвесторы также принимают во внимание потенциальную синергию с уже принадлежащими им активами и с выгодами непубличного статуса компании.

- **Инвестиционная привлекательность.** Приобретатели должны быть убеждены, что после покупки новый актив будет источником дополнительной ценности. Так как концепция корпоративной приватизации основана на сокращении издержек публичного статуса, то инвесторам стоит ожидать, что приватизируемая компания уже обеспечивает достаточно высокий уровень рентабельности. Ещё один проанализированный фактор инвестиционной привлекательности — доля акций в свободном обращении. Предполагается, что чем ниже значение этого показателя, тем меньше времени и средств требуется потенциальным покупателям для совершения сделки в связи с пониженной ликвидностью и узким кругом владельцев. Статистическое моделирование показало, что, в действительности, наблюдается существенная статистическая взаимосвязь между указанными показателями и вероятностью принятия решения о приватизации.

В целом, результаты эмпирического исследования совпали с ожидаемыми. Стоит также отметить, что подтверждений гипотезам о связи рыночной недооценки с принятием решения о приватизации также не было найдено в ряде исследований прошлых лет [Halpern, Kieschnick, Rotenberg, 1999], [Renneboog, Simons, Wright, 2007].

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время к компаниям, чьи акции обращаются на бирже, выдвигается ряд требований, которые в конечном счёте выливаются в существенные издержки для компаний и негативно влияют на благосостояние собственников. Но очевидные преимущества фондового рынка, такие, как широкий доступ к финансированию и высокая ликвидность капитала, продолжают привлекать значительное количество компаний. При этом далеко не каждой компании удаётся компенсировать издержки указанных выше требований и они вынуждены принимать решение об уходе с биржи тем или иным способом. Одним из них является корпоративная приватизация.

В главе 1 рассмотрены различные подходы к решению проблем публичного статуса помимо корпоративной приватизации: биржевые методы, управление прибылью, поглощение отраслевым игроком и другие. Выведены отличительные черты сделки по корпоративной приватизации, в первую очередь характеристики покупателя и особенности отношений покупателя и приватизированной компании после закрытия сделки. Таким образом достигнута первая задача исследования.

По результатам выполнения первой задачи, в данном исследовании корпоративная приватизация определяется как процесс, который характеризуется двумя событиями: сделкой по слиянию и делистингу компании-мишени с биржи. К корпоративной приватизации как к классу сделок M&A предъявляются и другие требования — приобретателями должны быть частные лица и/или непубличные компании, которые, как правило, объединяются в рамках фонда частного капитала.

Следует отметить, что помимо работ, посвящённых непосредственно сделкам go-private (например, [Henderson, Epstein, 2009] или [Kieschnick 1998]) при анализе корпоративной приватизации нужно опираться на научные исследования различных деловых явлений. В настоящей работе рассматриваются статьи, посвящённые издержкам требований к публичным компаниям [Zhang, 2007], [Denning, 2007], её уровню закредитованности [Muradoglu, Sivaprasad, 2009], [Pour, Lasfer, 2012], справедливости рыночной оценки [Vellanki, 2015], [Wright, Laing, Weir, 2005] и другим аспектам. Обоснования и выводы этих работ использованы при выдвижении гипотез, разработке методологии исследования и интерпретации результатов настоящего исследования. Следовательно, вторая задача исследования выполнена.

На основании выведенного определения сделок по корпоративной приватизации разработан набор фильтров для базы данных Thomson Reuters Eikon. Составлена выборка из 263 сделок по корпоративной приватизации американских компаний с 2010 по 2019 год, стоимость которых превысила 100 миллионов долларов США. Классификация сделок по

отраслям компаний-мишеней показала, что более четверти компаний, приватизированных за указанный период, относятся к сектору услуг в сфере информационных технологий. Так, была выполнена третья задача исследования.

В качестве ведущей модели эмпирического исследования выбрана полупараметрическая модель пропорциональных рисков Кокса. Во вспомогательных целях были взяты параметрические модели Каплана-Мейера, Гомпертца и Вейбулла, также принадлежащих к классу моделей пропорциональных рисков.

На основании выводов по первой главе исследования и обзору научной литературы выдвинуто шесть гипотез в отношении финансовых показателей, затрагивающих три детерминанты принятия решения о корпоративной приватизации: долговая нагрузка, рыночная оценка и инвестиционная привлекательность.

По 71 компании, приобретённой в рамках попавших в выборку сделок по корпоративной приватизации, собраны данные о величине обязательств, собственного капитала, стоимости предприятия, величине прибыли до налогов, процентных платежей и амортизации (ЕБИТДА), доле акций в свободном обращении и величине чистых продаж. Выполнены преобразования для получения необходимых финансовых индикаторов.

Составлена прокси-выборка неприватизированных компаний. Прокси-компании должны были быть прописаны в США и иметь историю торгов на американской бирже начиная с любого периода в 2010—2019 годах и по время написания работы (весна 2021). За исследуемый период, а также 2020 — начало 2021 года, компания не должна иметь анонсов о сделке, в которой она бы фигурировала в качестве мишени. Помимо этих фильтров, показатель стоимости предприятия использовался как параметр, определяющий область релевантности. В прокси-выборку не попали объекты, которые в какой-либо период времени на протяжении исследования оценивались ниже самой малой или выше самой крупной приватизированной компании.

Задана бинарная переменная выживаемости, принимавшая значение 1 за 9 месяцев до объявления сделки о приватизации. С помощью Microsoft PowerQuery и Microsoft Excel собираемые данные были преобразованы в единый массив, впоследствии импортированный в StataMP 16.0.

Приведена описательная статистика переменных: как по выборке в целом, так и по подвыборкам приватизированных и неприватизированных компаний. Ряд обнаруженных различий в параметрах косвенно подтверждал обоснованность выдвинутых гипотез. Некоторые из них использовались в интерпретации результатов исследования.

Составлены четыре модели пропорциональных рисков: полупараметрическая Кокса и параметрические Каплана-Мейера, Гомпертца и Вейбулла. Результаты моделирования

совпали во всех четырёх случаях: в каждой из моделей две переменные (TobinsQ и EVEBITDA) оказались незначимы, а знаки выборочного коэффициента при остальных переменных соответствовали ожидаемым. Сами модели при этом также оказались значимы. С помощью тестов остатков Шёнфельда доказано, что для построенной полупараметрической модели Кокса выполняется допущение о пропорциональности рисков. Таким образом, выполнена четвёртая задача исследования.

В последних разделах второй главы дана подробная интерпретация результатов моделирования с использованием работ прошлых лет и теоретического обоснования, приведённого в первой главе. Так, выполнена пятая задача исследования.

Гипотезы, относящиеся к долговой нагрузке и к инвестиционной привлекательности, оказались значимы. Это даёт основания сделать заключение о справедливости ряда тезисов, выдвигаемых данным исследованием. В целом, подтверждается идея о том, что высокая долговая нагрузка, высокий уровень выручки и положительная прибыль стимулируют принятие решения о корпоративной приватизации, так как ценность компании увеличится за счёт сокращения процентных расходов и издержек публичного статуса.

Однако результаты исследования не дают оснований судить о связи недооценки рынком и вероятности корпоративной приватизации. Это можно объяснить тем, что оценка зависит от целей оценщика по отношению к оцениваемой компании. Фондовый рынок даёт оценку в предположении, что компания является публичной и независимой и останется таковой в будущем. Однако фирма частного капитала даёт оценку мишени, исходя из сокращения издержек публичного статуса и возможного синергетического эффекта в составе портфеля небиржевых активов.

Таким образом, цель работы была достигнута через выполнение всех поставленных задач.

Необходимо упомянуть, что эмпирическое исследование в рамках работы было сфокусировано на сделках с североамериканскими компаниями сектора IT-услуг. Нельзя отрицать, что предпосылки корпоративной приватизации могут отличаться как в других отраслях, так и на других рынках.

Стоит также отметить, что на протяжении всей работы косвенно затрагивалось влияние факторов, не связанных с финансовой отчётностью компании и рыночными котировками. Во-первых, нередко упоминалась проблема жизненного цикла организации. Выгоды публичного статуса могут значительно превышать его издержки на более ранних этапах жизненного цикла, даже если компания не генерирует положительную отдачу на инвестированный капитал. Во-вторых, существенным фактором является набор активов

каждого отдельного приобретателя. За счёт синергии с другими компаниями конгломерата ценность приватизированной фирмы может значительно увеличиться.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

**17 CFR § 240.12d2-2 - Removal from listing and registration.** | CFR. - 2005 г..

**902.03 Fees for Listed Equity Securities** [В Интернете] / авт. New York Stock Exchange // NYSE Rules. - 2 апреля 2021 г.. - [https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS\\_TAL\\_5667%23teid-181](https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-181).

**A Look at 2019 U.S. Sponsor-Backed Going Private Transactions** [В Интернете] / авт. Warner Douglas P., Butwin, Brittany, Messina Michael и Zhang Rebecca // Global Private Equity Watch. - Weil, Gotshal & Manges LLP, 27 мая 2020 г.. - 14 апреля 2021 г.. - <https://privateequity.weil.com/features/a-look-at-2019-u-s-sponsor-backed-going-private-transactions/>.

**A Timeline of Tesla's Privatization Saga** [В Интернете] / авт. Wesoff E // Greentech Media. - 13 августа 2018 г.. - 3 марта 2021 г.. - <https://www.greentechmedia.com/articles/read/tesla-privatization-saga-timeline>.

**Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers** [Журнал] / авт. Jensen M.C. // American Economic Review. - 1986 г.. - Т. 76. - стр. 323-329.

**An Empirical Test on Leverage and Stock Returns** [Конференция] / авт. Muradoglu G., Sivaprasad, S. // EFMA Annual Meetings. - Milan : [б.н.], 2009.

**Are Reverse Stock Splits a Signal to Sell?** [Статья] / авт. Davis C. // nerdwallet. - 9 мая 2021 г..

**Burger King Agrees to \$4 Billion Private Equity Offer** [Статья] / авт. de la Merced M. J. // The New York Times. - 2 сентября 2010 г..

**Business Cycle Dating** [В Интернете] / авт. National Bureau of Economic Research // National Bureau of Economic Research. - 19 апреля 2021 г.. - <https://www.nber.org/research/business-cycle-dating>.

**Changes to Exchange Act Registration Requirements to Implement Title V and Title VI of the JOBS Act** [В Интернете] / авт. Securities and Exchange Commission // Changes to Exchange Act Registration Requirements to Implement Title V and Title VI of the JOBS Act. - 24 мая 2016 г.. - 27 марта 2021 г.. - <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/jobs-act-section-12g-small-business-compliance-guide.htm>.

**Considering an IPO? First, understand the costs** [В Интернете] / авт. Jones A., Thomson, D. // PwC: Audit and assurance, consulting and tax services. - PricewaterhouseCoopers International Limited, 2021 г.. - 2 апреля 2021 г.. - <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html>.

**Continued Listing Guide** [В Интернете] / авт. Nasdaq // Nasdaq Listing Center. - март 2021 г.. - 22 марта 2021 г.. - <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/continuedguide.pdf>.

**Corporate Boards, Executive Compensation and the Free-Rider Problem of Monitoring** [Журнал] / авт. Fluck Z. и Hanna N.. - январь 2007 г..

**Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction** [Журнал] / авт. Modigliani F. и H. Miller M. // The American Economic Review. - [б.м.] : American Economic Association, июнь 1963 г.. - 3 : Т. 53. - стр. 433-443.

**Debuts and delistings of companies on the Warsaw Stock Exchange in Poland 2012-2020** [В Интернете] / авт. Sas A. // Statista. - 17 февраля 2021 г.. - 22 марта 2021 г.. - <https://www.statista.com/statistics/1084631/poland-debuts-and-withdrawals-of-companies-on-warsaw-stock-exchange/>.

**Delistings threaten to spoil Singapore exchange's challenge to HK** [Статья] / авт. Ruehl M. и Lockett H. // Financial Times. - Singapore, Hong Kong : [б.н.], 2 июля 2020 г..

**Dell Officially Goes Private: Inside The Nastiest Tech Buyout Ever** [Статья] / авт. Guglielmo C. // Forbes. - 30 октября 2013 г..

**Dell returns to public stock market after years as private company** [Статья] / авт. Welch C. // The Verge. - 28 декабря 2018 г..

**Do Benefits of Sarbanes-Oxley Justify the Costs? Empirical Evidence in the Case of Small Firms** [В Интернете] / авт. Gates Susan M., Leuschner, Kristin J. // RAND Corporation. - 2007 г.. - [https://www.rand.org/pubs/research\\_briefs/RB9295.html](https://www.rand.org/pubs/research_briefs/RB9295.html).

**Does Stock Liquidity Matter in the Effect of Earnings Management on future return?** [Журнал] / авт. Huang H.-Y. и Ho K.-C. // The North American Journal of Economics and Finance. - 2020 г..

**Earnings Management and Investor's Stock Return** [Журнал] / авт. Wu S.-W., Lin F. и Fang W. // Emerging Markets Finance and Trade. - [б.м.] : Routledge, 2012 г.. - 3 : Т. 48. - стр. 129–140.

**Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002** [Журнал] / авт. Zhang I. X. // Journal of Accounting and Economics. - Minneapolis : [б.н.], 2007 г.. - Т. 44. - стр. 74-115.

**Entrepreneurial Growth through Privatization: The Upside of Management Buyouts** [Journal] / auth. Wright M. [и др.] // The Academy of Management Review. - 2000. - 3 : Vol. 25. - p. 591.

**Follow-On Offering (FPO)** [В Интернете] / авт. Chen J. // Investopedia. - 5 сентября 2020 г.. - 29 марта 2021 г.. - <https://www.investopedia.com/terms/f/followonoffering.asp>.

**Follow-on Public Offer (FPO)** [В Интернете] / авт. Kagan J. // Investopedia. - 30 ноября 2020 г.. - 29 марта 2021 г.. - <https://www.investopedia.com/terms/f/fpo.asp>.

**Form 25 - Notification of the removal from listing and registration of matured, redeemed or retired securities** [В Интернете] / авт. Reliv International Inc. // U. S. Securities and Exchange Commission. - 21 декабря 2020 г.. - 1 апреля 2021 г.. - <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000768710/000143774920025665/0001437749-20-025665-index.html>.

**Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transaction Revisited** [Журнал] / авт. Kieschnick R. // Journal of Business Finance & Accounting. - февраль 1998 г.. - 1-2 : Т. 25. - стр. 187-202.

**Free cash flow and stockholder gains in going private transactions** [Журнал] / авт. Lehn К. и Poulsen А. // Journal of Finance. - 1989 г.. - Т. 44. - стр. 771-787.

**Free Float** [В Интернете] / авт. Corporate Finance Institute // Corporate Finance Institute. - 9 апреля 2021 г.. - <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/free-float/>.

**Freeze-outs: Transcontinental analysis and reform proposals.** [Статья] / авт. Ventoruzzo Marco // Virginia Journal of International Law. - 2010 г.. - Т. 50. - стр. 842-916.

**G20/OECD Principles of Corporate Governance** [Отчет] / авт. OECD. - [б.м.] : OECD Publishing, 2015.

**General Impact of Sarbanes-Oxley Act** [Интервью]. - Вашингтон : [б.н.], 23 августа 2005 г.. - стр. 7.

**How Does Privatization Affect a Company's Shareholders?** [В Интернете] / авт. Silver С. // Investopedia.com / ред. Drury А.. - 2021 г.. - 13 мая 2021 г.. - <https://www.investopedia.com/ask/answers/05/publicprivate.asp>.

**Illiquidity and stock-returns cross-section and time** [Журнал] / авт. Amihud Y. и Mendelson H. // Journal of Financial Markets. - 1998 г.. - Т. 5. - стр. 31-56.

**Introductory Econometrics: A Modern Approach** [Книга] / авт. Wooldridge Jeffrey М.. - Mason : South-Western, Cengage Learning, 2013. - 5 : стр. 44.

**ИПО российских компаний: планы на 2019 год** [Статья] / авт. Моргун Н. // InvestFuture. - 18 марта 2019 г..

**Least attractive countries for M&A and IPO activity worldwide 2021** [В Интернете] / авт. Rudden J. // Statista. - 4 декабря 2020 г.. - 16 марта 2021 г.. - <https://www.statista.com/statistics/981661/least-attractive-indicator-of-mergers-and-acquisitions-worldwide-by-country/>.

**Liquidity and control: a dynamic theory of corporate ownership structure** [Журнал] / авт. Bolton P. и von Thadden E. L. // Journal of Institutional and Theoretical Economics. - 1998 г.. - Т. 154. - стр. 177-209.

**Mergers and acquisition valuation** [Раздел книги] / авт. Kumar R. // Valuation / авт. книги Kumar R.. - 2016.

**Microcap Stock: A Guide for Investors** [В Интернете] / авт. Securities and Exchange Commission // Securities and Exchange Commission. - 18 сентября 2013 г.. - 2 апреля 2021 г.. - <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsmicrocapstockhtm.html>.

**MIT Sloan study shows negative effects of Sarbanes Oxley on nonpublic entities** [В Интернете] / авт. Denning P. // MIT Sloan Management School. - 16 ноября 2017 г.. - 12 апреля 2021 г.. - <https://mitsloan.mit.edu/press/mit-sloan-study-shows-negative-effects-sarbanes-oxley-nonpublic-entities>.

**New listings and delistings at the stock market in Denmark 2016-2018** [В Интернете] / авт. Statista Research Department // Statista. - 23 ноября 2020 г.. - 21 февраля 2021 г.. - <https://www.statista.com/statistics/1052170/new-listings-and-delistings-at-the-stock-market-in-denmark/>.

**Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule** [В Интернете] / авт. Securities and Exchange Commission // Securities and Exchange Commission. - 17 апреля 2020 г.. - 24 марта 2021 г.. - <https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2020/34-88685.pdf>.

**Number of private equity-backed buyout exits globally 2009-2018, by type** [В Интернете] / авт. Rudden J. // Statista. - 17 ноября 2020 г.. - 2 марта 2021 г.. - <https://www.statista.com/statistics/514074/number-of-private-equity-backed-buyout-exits-by-type/>.

**NYSE Provides Temporary Relief from Certain Continued Listing Standards During COVID-19 Pandemic** [Статья] / авт. Rousseau D. и Layfield A. C., Kimball T. D.. - 15 апреля 2020 г..

**On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions** [Журнал] / авт. Halpern P., Kieschnick R. и Rotenberg W. // The Review of Financial Studies. - [б.м.] : Oxford University Press, лето 1999 г.. - 2 : Т. 12.

**Priceline Reverse Split: The Biggest Stock Comeback Ever?** [В Интернете] / авт. Caplinger Dan // The Motley Fool. - 23 августа 2016 г.. - 6 апреля 2021 г.. - <https://www.fool.com/investing/2016/08/23/priceline-reverse-split-the-biggest-stock-comeback.aspx>.

**Privatisation and vertical integration under a mixed duopoly** [Журнал] / авт. Bárcena-Ruiz J. C. и Garzón M. B. // Economic Systems. - 2018 г.. - 3 : Т. 42. - стр. 514-522.

**Privatization** [В Интернете] / авт. Hargrave M. // Investopedia.com. - 27 февраля 2021 г.. - 7 апреля 2021 г.. - <https://www.investopedia.com/terms/p/privatization.asp>.

**Privatize | Definition of Privatize at Dictionary.com** [В Интернете] / авт. Dictionary.com // Dictionary.com. - 2012 г.. - 27 апреля 2021 г.. - <https://www.dictionary.com/browse/privatization>.

**Reasons for delistings from the NASDAQ exchange 1999-2013** [В Интернете] / авт. Statista Research Department // Statista. - 1 апреля 2014 г.. - 16 февраля 2021 г.. - <https://www.statista.com/statistics/294296/nasdaq-delistings-reasons/>.

**RELV - Reliv International Inc. | Security** [В Интернете] / авт. OTC Markets Group Inc // OTC Markets. - 2021 г.. - 1 апреля 2021 г.. - <https://www.otcmarkets.com/stock/RELV/security>.

**Reverse Stock Split** [В Интернете] / авт. Ganti A. // Investopedia. - 25 февраля 2021 г.. - 6 апреля 2021 г.. - <https://www.investopedia.com/terms/r/reversesplit.asp>.

**S&P 500 Buybacks Decline 55.4% to \$88.7 Billion; Significant Reductions Expected to continue in Q3 2020** [В Интернете] / авт. S&P Dow Jones Indices // S&P Dow Jones Indices. - 15 сентября 2020 г.. - 26 марта 2021 г.. - <https://www.spglobal.com/spdji/en/corporate-news/article/sp-500-buybacks-decline-554-to-88-7-billion-significant-reductions-expected-to-continue-in-q3-2020/>.

**SA lost 250 listed companies since 2000 – there are now almost the same number of listings as before 1994** [Статья] / авт. Business Insider SA // Business Insider South Africa. - 13 февраля 2020 г..

**SOX Compliance amid a New Business Equilibrium** [Отчет] / авт. Protiviti Inc.. - 2020.

**Take your company public to an OTC market for \$300k** [В Интернете] / авт. Turner R. // Manhattan Street Capital. - 20 марта 2016 г.. - 2 апреля 2021 г.. - <https://www.manhattanstreetcapital.com/blog/rodtturner/take-your-company-public-300k>.

**Tesla 'to be probed by regulators' over privatisation plan** [В Интернете] / авт. BBC // BBC.com. - 15 августа 2018 г.. - 19 февраля 2021 г.. - <https://www.bbc.com/news/business-45201155>.

**The Costs And Benefits Of Sarbanes-Oxley** [Статья] / авт. Hanna J. // Forbes. - 2014 г..

**The curious case of changes in trading dynamics: When firms switch from NYSE to NASDAQ** [Журнал] / авт. Dang V. A. et al. // Journal of Financial Markets. - 2018 г..

**The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze-out (BOSO)** [Журнал] / авт. Martinez I. и Serve S. // International Review of Law and Economics. - 2011 г.. - 4 : Т. 31. - стр. 229-239.

**The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs.** [Журнал] / авт. Opler T. и Titman S. // The Journal of Finance. - 5 : Т. 48. - стр. 1985-1999.

**The entrepreneur's choice between private and public ownership** [Журнал] / авт. Boot A.W.A., Gopalan R. и Thakor A. V. // Journal of Finance. - 2006 г.. - Т. 61. - стр. 803-836.

**The Going-Private Phenomenon: Causes and Implications** [Журнал] / авт. Henderson M. T. и A. Epstein R. // The University of Chicago Law Review. - Chicago : The University of Chicago Law Review, зима 2009 г.. - 1 : Т. 76. - стр. 1-6.

**The Impact of Leverage on the Delisting Decision of AIM Companies** [Конференция] / авт. Pour E. K. и Lasfer M. // EFMA Annual Meetings. - Barcelona : [б.н.], 2012.

**The Impact of Sarbanes-Oxley on Private Companies** [В Интернете] / авт. Dunsmore L. A., Simpson, P. J. // Perkins Coie. - 16 сентября 2004 г.. - 6 апреля 2021 г.. - <https://www.perkinscoie.com/en/news-insights/the-impact-of-sarbanes-oxley-on-private-companies.html>.

**The Influence of Earnings Management on Stock Return** [Журнал] / авт. Nuryaman // International Journal of Trade, Economics and Finance. - апрель 2021 г.. - 2 : Т. 4.

**The Price Impact of Reverse Splits** [Журнал] / авт. Radcliffe R. C., Gillespie W. B. и Gillespie W. G. // Financial Analysts Journal. - [б.м.] : CFA Institute, январь - февраль 1979 г.. - 1 : Т. 35. - стр. 63-67.

**The privatization of Tesla: stray tweet or deal to come?** [В Интернете] / авт. Damodaran A. // NYU Stern. - 2018 г.. - 13 февраля 2021 г.. - <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/blog/TeslaGoingPrivate.pdf>.

**The Report: Nigeria 2015** [Отчет] / авт. Oxford Business Group. - 2016. - стр. 71.

**The U.S. listing gap** [Report] / auth. Doidge C., Karolyi G. Andrew and Stulz R.. - Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2015.

**The Unexpected Benefits of Sarbanes-Oxley** [Статья] / авт. Wagner S. Dittmar, L. // Magazine. - [б.м.] : Harvard Business Review, 2006 г..

**This is why public and private tech valuations are completely different** [Статья] / авт. Vellanki M. // Fortune. - 29 сентября 2015 г..

**Tim Hortons, Burger King agree to merger deal** [Статья] / авт. Evans P. // CBC. - 27 августа 2014 г..

**Tobin's q Ratio and Industrial Organization** [Журнал] / авт. Lindenberg E. B. и Ross S. A. // The Journal of Business. - [б.м.] : The University of Chicago Press, январь 1981 г.. - 1 : Т. 54. - стр. 1-32.

**Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong.** [Journal] / auth. Du J., He Q. and Yuen S. W. // Pacific-Basin Finance Journal. - 2013. - Vol. 22. - pp. 50-68.

**Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market** [Конференция] / авт. OECD // OECD Capital Market Series. - Paris : [б.н.], 2020.

**Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private** [Журнал] / авт. Wright M., Laing D. и Weir C. // Applied Financial Economics. - 2005 г. - 13 : Т. 15. - стр. 947-961.

**What Effects Do Treasury Stock Transactions Have on a Balance Sheet?** [В Интернете] / авт. Chron // Chron. - 19 ноября 2020 г. - 29 марта 2021 г. - <https://smallbusiness.chron.com/effects-treasury-stock-transactions-balance-sheet-55368.html>.

**What is Privatization?** [В Интернете] / авт. Bennett, Coleman & Co. Ltd. // The Economic Times. - 22 марта 2021 г. - <https://economictimes.indiatimes.com/definition/privatization>.

**Why Companies Change Exchanges** [В Интернете] / авт. McFarlane Greg // Investopedia. - 26 июля 2012 г. - 1 апреля 2021 г. - <https://www.investopedia.com/financial-edge/0712/why-companies-change-exchanges.aspx>.

**Why Do Firms Go Dark?** [Журнал] / авт. Marosi A. Massoud N. // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. - Cambridge : Cambridge University Press, июнь 2007 г. - 2 : Т. 42. - стр. 421-442.

**Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?** [Journal] / auth. Bharath S., Dittmar, A. // The Review of Financial Studies. - Oxford : Oxford University Press, 2010. - 5 : Vol. 23. - pp. 1771-1818.

**Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation.** [Журнал] / авт. Renneboog L., Simons T. и Wright M. // Journal of Corporate Finance. - 2007 г. - 4 : Т. 13. - стр. 591–628.

**Why GE Is Doing a Reverse Stock Split and What It Means for You** [Статья] / авт. Francis T. // The Wall Street Journal. - 10 марта 2021 г..

**Will delistings from this major exchange outnumber its IPOs again this year?** [Статья] / авт. Lee Y. N. // CNBC. - 25 апреля 2017 г..

**Анализ панельных данных и данных о длительности состояний** [Книга] / авт. Ратникова Т. А. и Фурманов К. К. - [б.м.] : Издательский дом Высшей школы экономики, 2014.

**Никакой публичности. Какие акции ушли с Московской биржи за последний год** [Статья] / авт. Пучкарев Д. // БКС. - 23 сентября 2020 г..

**Почему российские компании выводят акции с биржи** [Статья] / авт. Ломская Т. // РБК. - 9 декабря 2019 г..

**Принципы корпоративных финансов. Пер. с английского Н. Барышниковой**  
[Книга] / авт. Брейли Ричард и Майерс Стюарт. - Москва : Олимп-Бизнес, 2008. - Т. 2.

**Система корпоративного управления в холдингах** [В Интернете] / авт. Дубовицкая Е. // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования СыктГУ. - 16 марта 2021 г.. - <http://koet.syktsu.ru/vestnik/2005/2005-3/11.htm>.

**Частная Tesla: что это было?** [В Интернете] / авт. Меньщиков О. // Авторевию. - 27 августа 2018 г.. - 2 марта 2021 г.. - <https://autoreview.ru/news/chastnaya-tesla-chto-eto-bylo>.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1. Выборка компаний, осуществивших корпоративную приватизацию

<i>Название компании</i>	<i>Дата анонса о корпоративной приватизации</i>	<i>SIC по основной деятельности</i>	<i>Сумма сделки (в млн USD)</i>
Double-Take Software	17.05.2010	7372	223,147
Interactive Data	04.05.2010	7375	3330,35
Internet Brands	20.09.2010	7375	639,951
Novell	22.11.2010	7372	2206,782
Phoenix Technologies	17.08.2010	7372	147,487
Plato Learning	26.03.2010	7372	136,702
SonicWall	03.06.2010	7375	633,642
Blackboards	01.07.2011	7372	1755,16
Emdeon	04.08.2011	7372	2200,521
Epicor Software	04.04.2011	7372	802,076
Fundtech	15.09.2011	7372	382,433
Gerber Scientific	13.06.2011	7372	276,539
Lawson Software	12.03.2011	7372	1898,666
Renaissance Learning	16.08.2011	7372	436,135
SRA International	01.04.2011	7376	1791,022
Ancestry	22.10.2012	7374	1499,47
Deltek	27.08.2012	7372	915,969
JDA Software Group	01.11.2012	7372	1935,128
MModal	03.07.2012	7372	816,387
mediware systems	12.09.2012	7373	200,791
Active Network	30.09.2013	7372	977,251
BMC Software	06.05.2013	7372	6710,097
Greenway Medical Technologies	23.09.2013	7373	643,948
Keynote Systems	24.06.2013	7375	382,56

Websense	20.05.2013	7372	921,27
Compuware	02.09.2014	7372	2395,083
Digital River	23.10.2014	7375	831,567
TIBCO	29.09.2014	7372	4035,688
Vocus	07.04.2014	7372	479,291
chyronhego	17.11.2014	7372	118,669
E2open	05.02.2015	7372	252,133
Informatica corp	07.04.2015	7372	5173,303
MedAssets	02.11.2015	7372	1939,106
Procera networks	22.04.2015	7371	239,066
Saba Software	10.02.2015	7372	268,071
Solarwinds	21.10.2015	7372	4546,232
Solera holdings	13.09.2015	7371	3764,477
clicksoftware	30.04.2015	7372	421,08
Diligent	14.02.2016	7372	459,032
Rackspace hosting	26.08.2016	7371	4025,767
SciQuest	31.05.2016	7372	489,508
blue Nile	07.11.2016	7375	478,856
cvent	18.04.2016	7372	1624,076
epiq systems	27.07.2016	7371	625,698
imprivata	13.07.2016	7372	487,6
infoblox	19.09.2016	7374	1526,03
lionbridge technologies	12.12.2016	7379	353,644
marketo	31.05.2016	7372	1652,377
qlik technologies	02.06.2016	7372	2943,302
ARI Network Services	21.06.2017	7374	125,777
Bazaarvoice	27.11.2017	7372	473,365
Gigamon	26.10.2017	7374	1360,218
Jive Software	01.05.2017	7372	420,588
NCI	03.07.2017	7376	271,036
Planet Payment	26.10.2017	7374	224,979
RetailMeNot	10.04.2017	7375	560,329

Tangoe	29.12.2016	7372	229,685
Xactly	30.05.2017	7372	542,63
Apptio	11.11.2018	7372	1917,999
Athenahealth	07.05.2018	7372	5366,182
CommerceHub	06.03.2018	7375	1056,253
ConvergeOne Holdings	06.11.2018	7372	946,731
Imperva	10.10.2018	7372	2116,131
Mindbody	24.12.2018	7374	1815,274
Web	20.06.2018	7375	1450,683
XO Group	25.09.2018	7375	927,492
Cision	22.10.2019	7372	1484,785
Ellie Mae	12.02.2019	7372	3540,732
LogMeIn	17.12.2019	7372	4354,921
Presidio	14.08.2019	7373	1425,474
Ultimate Software	04.02.2019	7372	11930,62

**Источник: составлено автором по базе Thomson Reuters Eikon**

## **Приложение 2. Выборка публичных прокси-компаний**

<i>Название компании</i>	
Qualys Inc	Mitek Systems Inc
Bigcommerce Holdings, Inc.	Digimarc Corp
Envestnet Inc	Greenbox Pos
LivePerson Inc	Benefitfocus Inc
Datto Holding Corp	Limelight Networks Inc
Cloudera Inc	Zix Corp
SPS Commerce Inc	Intrusion Inc
Cerence Inc	Shotspotter Inc
PagerDuty Inc	VirnetX Holding Corp
Blackbaud Inc	Gty Technology Holdings Inc
Liveramp Holdings Inc	eGain Corp
Sprout Social Inc	Smith Micro Software Inc
Commvault Systems Inc	AudioEye Inc
Verint Systems Inc	Innodata Inc

Cornerstone OnDemand Inc	RealNetworks Inc
Fubotv Inc	Computer Task Group Inc
2U Inc	Asure Software Inc
SVMK Inc	PFSweb Inc
E2open Parent Holdings Inc	Synchronoss Technologies Inc
Xperi Holding Corp	American Virtual Cloud Technologies Inc
NIC Inc	ServiceSource International Inc
Bottomline Technologies (DE) Inc	Phunware Inc
Perficient Inc	Inpixon
Zuora Inc	Exela Technologies Inc
Progress Software Corp	Steel Connect Inc
Pros Holdings Inc	Crexendo Inc
Ping Identity Holding Corp	Park City Group Inc
Yext Inc	GTT Communications Inc
Domo Inc	Qumu Corp
Sykes Enterprises Inc	Inuvo Inc
Unisys Corp	Issuer Direct Corp
CSG Systems International Inc	Support.com Inc
QAD Inc	WidePoint Corp
Conduent Inc	Quantum Computing Inc
Upland Software Inc	Life360 Inc
Model N Inc	Liberated Syndication Inc
Agilysys Inc	Rego Payment Architectures Inc
SecureWorks Corp	IWeb Inc
OneSpan Inc	Logiq Inc
Ebix Inc	Crypto Co
Veritone Inc	Apptech Corp
Brightcove Inc	Computer Services Inc
Grid Dynamics Holdings Inc	Fastbase Inc
ChannelAdvisor Corp	Box Inc
A10 Networks Inc	Rand Worldwide Inc
Rimini Street Inc	KLDiscovery Inc
American Software Inc	Advant-e Corp

**Источник: составлено автором по данным Thomson Reuters Eikon**