

Добровольный делистинг компаний: Кейс МегаФона

Научный руководитель – Григорьева Светлана Александровна

Кизько Илья Петрович

Аспирант

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Школа финансов факультета экономических наук, Москва, Россия

E-mail: ikizko@gmail.com

Делистинг - это прекращение обращения акций компании на фондовой бирже. По данным Всемирного банка, с 2014 года общее количество публичных компаний в мире ежегодно сокращается на 1%, а соотношение делистинга к IPO за последние 10 лет составляет 2,5 в ЕС и 1,4 в США. Делистинг разделяют на *принудительный* (инициированный биржей) и *добровольный* [3]. Основное предположение, представленное в литературе по делистингу, заключается в том, что компания покидает биржу в случае, если она стремится устранить *издержки публичного статуса*, поскольку они превышают выгоды от листинга [2]. Такие фирмы обычно *неэффективны, недооценены* и имеют *плохое аналитическое покрытие* [1]. В то же время, делистинг может быть вызван изменением требований *комплаенса*, поскольку компании могут отказаться от применения новых стандартов: например, SOX или МСФО [4].

Делистинг исследуется с помощью логистических регрессий, которые оценивают влияние финансовых факторов на вероятность принятия такого решения. Этот метод показывает высокий уровень гетерогенности результатов, которая выражается в невозможности наблюдать схожие эффекты для аналогичных выборок (географически, во времени, по отраслям и т. д.). Еще одним недостатком применяемого метода является то, что он подразумевает идентификацию мотивов делистинга на основе анализа предшествующих событию периодов. Представляется очевидным, что принимая решение об уходе с биржи собственники руководствуются не только прошлыми результатами, но также во многом своими ожиданиями в отношении будущего компании и оценкой последствий делистинга.

В нашей работе мы, *во-первых*, предлагаем методологию для определения мотивов делистинга на основе анализа нефинансовых факторов (прежде всего, ожиданий акционеров и стратегии компании), на примере ПАО "МегаФон"; *во-вторых*, показываем, какие этапы прошла компания МегаФон за время пребывания на бирже и как менялись ожидания акционеров и их отношение к её публичному статусу; *в-третьих*, определяем причины, которые привели к непривлекательности публичного статуса в глазах собственников и, в конечном счете, делистингу.

Наше исследование состоит из трех этапов. На первом этапе мы определяем структуру собственников МегаФона и выделяем *ключевые события*, произошедшие в период между первичным размещением и делистингом (2012 по 2019 годы). Данные события мы соотносим с изменениями рыночной капитализации компании.

На втором этапе мы определяем *точки перехода*, в которых, согласно нашей методологии, происходят критичные события, после которых компания более не может продолжать показывать аналогичные результаты без внесения изменений. Точкой перехода мы признаем случаи изменения *рыночной ситуации, состава акционеров, стратегии компании и стратегии собственника в отношении группы активов*.

На третьем этапе мы анализируем, какие цели и ожидания были у собственников в отношении МегаФона в каждой из точек перехода, что в конечном счете позволяет нам

сопоставить воспринимаемые *выгоды и издержки публичного статуса* компании. В результате данного сопоставления, мы определяем ключевые *мотивы делистинга* и приблизительный временной промежуток, в который данное решение могло быть принято.

В качестве данных мы используем информацию из годовых отчетов и пресс-релизов компании МегаФон и её компаний-акционеров, а также аналитические статьи и интервью с собственниками, размещенные в деловой литературе.

В результатах нашего исследования мы показываем, что компания МегаФон в точке «*IPO*» выходила на биржу в результате компромисса между акционерами, поскольку её ключевой собственник (А.Усманов) хотел построить акционерный холдинг, а его партнер (шведская TeliaSonera) стремился извлекать повышенную доходность на растущем российском рынке и максимизировать стоимость своей доли участия. Мы также определяем, что в точке «*насыщение рынка*», соответствующей спаду в российском телекоме, МегаФон прекращает выплату щедрых дивидендов и становится потенциальным объектом санкций, что вызывает у А.Усманова стремление минимизировать риски потери актива (для чего он перерегистрирует компанию в России) и не позволяет Telia получать высокую доходность. Наконец, в точке «*смена курса*» компания принимает новую стратегию, что также совпадает с принятием новой стратегии ключевым собственником - обе из них не подразумевают необходимости публичного статуса МегаФона; а шведская Telia возвращается на родной европейский рынок и ликвидирует все иностранные активы. Мы показываем, что именно в третьей точке перехода собственники компании приходят к пониманию того, что, исходя из их ожиданий, выгоды публичного статуса компании не превышают соответствующих издержек, и принимают решение о делистинге.

Источники и литература

- 1) A.Achleitner, N. Gunther, C.Kaserer Real Earnings Management and Accrual-based Earnings Management in Family Firms (2014) // European Accounting Review 23(3)
- 2) Martinez, I. and Serve, S. (2011) The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze-out (BOSO) // International Review of Law and Economics, 31(4): 229-239
- 3) Macey, J., M. O'Hara and Pompilio, D. (2008) Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process // Journal of Law and Economics, 51(4): 683-713.
- 4) Vulcheva, M.I. International accounting standardization across countries with unequal enforcement - Questionable benefits at a high price? PhD dissertation, Faculty of the James T. Laney School Emory University, 2011