

А. С. Теплов

аспирант Государственного университета управления (Москва)

ПРОДАЖА И ВЫДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ СО СТОРОНЫ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ РОССИИ И БРАЗИЛИИ: КАК РЕАГИРУЮТ НА ЭТИ СДЕЛКИ РЫНОЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

Введение

Сделки по наращению активов (*M&A*) более популярны в корпоративной практике, чем сделки сброса активов (частей бизнеса). Отчасти это связано с тем, что увеличение размеров компаний потенциально увеличивает не только эффективность бизнеса укрупненной компании (за счет экономии на масштабе и иных эффектов синергии), но и создает выгоды для контролирующего акционера и команды менеджеров. По оценке зарубежных аналитиков (*Ernst&Yang, Boston Consulting Group*), спрос на консалтинг по сделкам выделения и продаже частей бизнеса меньше, чем спрос на сопровождение сделок *M&A*, соотношение составляет 3:7. Видимо, это объясняется тем, что часто сделки продажи активов или выделения частей бизнеса мотивируются низкими производственными и финансовыми результатами деятельности компании, проблемами в функционировании на рынке. Компаниям, находящимся в сложном финансовом положении, достаточно проблематично привлечь дорогостоящих консультантов.

С другой стороны, для акционеров публичных компаний решение о выделении или продаже неэффективного бизнес-направления может стать сигналом о будущем росте капитализации компании. В финансовой экономике на развитых рынках капитала выявлены факты наличия дисконта за диверсификацию: когда высокодиверсифицированные компании торгуются с дисконтом к сумме потенциальных оценок обособленных бизнесов, входящих в конгломерат (Colak, Whited, 2006; Borisova et al., 2013). Средний по глобальному рынку дисконт составляет порядка 10%, но по ряду компаний наблюдаются более высокие оценки (например, такие оценки показывает АФК «Система» на российском рынке, когда сумма потенциальных стоимостей входящих бизнес-единиц, включая публичную компанию МТС, превышает на 19% рыночную капитализацию головной компании).

Можно предположить, что наличие дисконта вызывает положительную реакцию на бирже в динамике цен акций на объявления о сокращении активов компании (об этом свидетельствуют исследования на развитых рынках капитала, например Великобритании (Coakley et al., 2008)). Однако не все так просто. Так как дисконт стоимости отчасти связан с агентскими проблемами (между менеджерами и собственниками, группами акционеров), то у рекомендаций о выделении или продаже активов есть как сторонники, так и противники. Последние годы демонстрируют баталии акционеров и менеджеров по поводу решений о продаже частей бизнеса. Яркий пример — крупнейший германский ритейлер «Метро» (*Metro AG*),

занимающий по величине четвертое место в мире, о разделении которого впервые появились упоминания в прессе в марте 2016 г., что вызвало рост цены акции компании (рис., тиккер биржевой *MEOG.DE* на бирже *XETRA*)¹. В апреле энтузиазм рыночных инвесторов был охлажден возражениями со стороны крупного акционера *Media-Saturn Holding*.

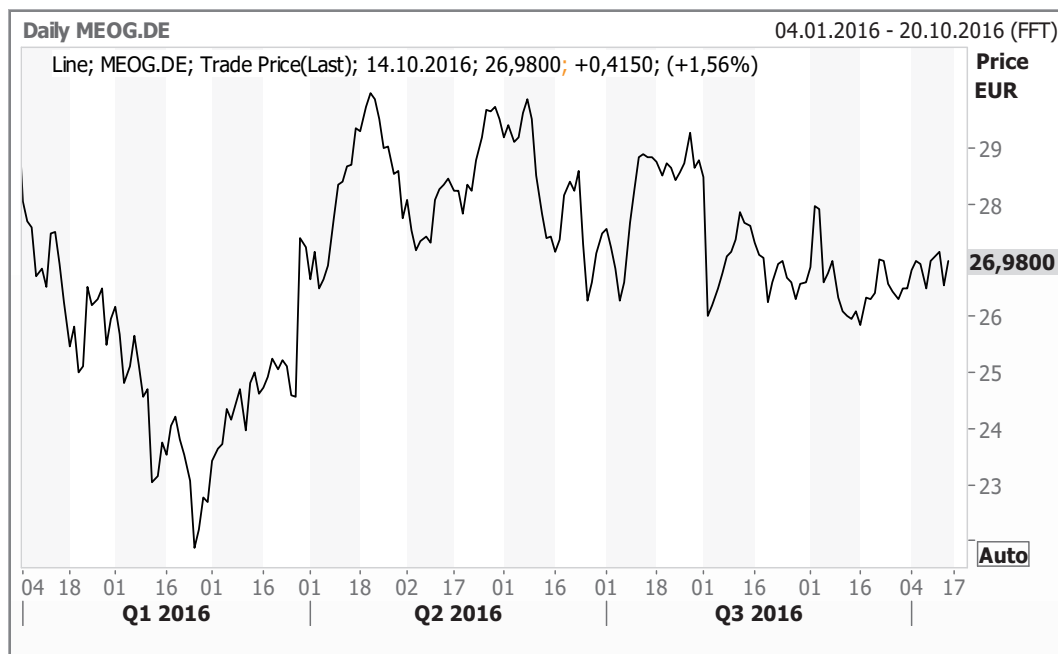


Рис. Динамика цен акций компании Metro AG. Источник: терминал Tomson Reuters

В сентябре 2016 г. менеджмент компании презентовал планы по разделению бизнеса на две самостоятельные единицы: продуктовую сеть (сейчас составляет 90% компании) и сеть по продаже бытовой техники и электроники (*Media-Saturn Holding*); и это опять породило взлет цены акций (рис. 1). Однако после анонсирования планов начался конфликт крупных акционеров, который подспудно зрел уже несколько лет и вылился в противостояние осенью 2016 г. По ситуации на конец 2016 г. сделка по разделению ритейлера «Метро» оказалась под вопросом, цена акции опустилась до уровней начала 2016 г.

В мировой практике среди корпоративных решений сужения активов принято выделять продажу активов (*sell off*), что подразумевает наличие покупателя (стратегического или портфельного (финансового) инвестора) и выделение активов (*spin off*), когда выделенные бизнес-единицы функционируют на рынке обособленно, становясь либо публичными (как «Полюс Золото») или же оставаясь закрытыми компаниями.

В отличие от *Metro AG* выделение активов имеет и положительные корпоративные истории. Среди сделок выделения активов в страновом разрезе можно привести удачные российские примеры. Самый яркий — выделение в 2006 г. золоторудных активов из ГК «Норильский никель» (они формировали 5% выручки группы) и превращение их в публичную компанию «Полюс Золото». Российский рынок демонстрирует и другие интересные примеры: выделение из компании «Яндекс» сервиса «Яндекс.Такси». Имели место и сделки продажи активов со стороны

¹ Акции котируются на биржах Франкфурта, Xetra, VATS Europe, рыночная капитализация 9,7 млрд долларов евро

компаний «Лукойл», ГАЗ, «Газпром», «Мечел», которые вошли в выборку данного исследования.

В разнообразии механизмов выделения активов (превращение в публичную компанию — как золоторудные активы «Норильского никеля», продажа другому стратегическому инвестору, самостоятельное непубличное функционирование выделенной компании), неоднозначности выгод таких сделок для миноритарных акционеров с позиции наращивания рыночной стоимости нам видится актуальность проводимого исследования. Если это направление достаточно популярно на развитых рынках капитала (выявление дисконта диверсифицированных компаний, реакция цен акций на объявления о разделении бизнеса), то на развивающихся рынках в период большого притока глобальных средств (2005–2008 гг.) превалировали сделки *M&A*, и компании редко задумывались о выделении частей или продаже активов. Глобальный кризис 2008–2009 гг., европейский кризис 2010 г., сложная ситуация со странами — экспортерами природных ресурсов, особенно нефти, с 2014 г. заставили многие компании с развивающихся рынков оптимизировать структуру бизнес-групп и искать пути повышения капитализации, в том числе через продажу активов и выделение бизнес-единиц. В академической литературе интерес к сделкам продажи активов отмечен, начиная с 1980-х гг. (Rosenfeld, 1984). Однако по развивающимся рынкам, когда диверсифицированное функционирование из-за несовершенств рынков имеет ряд очевидных преимуществ, рыночная реакция может не быть ярко выраженной или может учитывать некие специфические особенности рынков.

Так как неочевидно, всегда ли выделение бизнеса имеет экономический смысл и распознают ли рыночные инвесторы влияние таких сделок на рыночную стоимость компаний (капитализацию), рассмотрение этих вопросов представляется нам актуальным. В статье ставится задача подробно рассмотреть мотивацию сделок выделения бизнес-направлений и протестировать гипотезу о распознавании выгод этих решений рыночными инвесторами на биржах двух стран — России и Бразилии.

Статистика по сделкам сокращения размера компаний

По оценке Бостонской консалтинговой группы (BCG, 2014), ежегодно на глобальном рынке происходит не менее 1 тыс. сделок с публичными компаниями по выводу активов (продаже или преобразованию в дочернюю компанию). С 2012 г. число таких сделок растет. По 2012–2015 гг. таких сделок ежегодно проходило более 1600. На глобальном рынке за период с 1990 по 1999 г. из 9437 сделок с публичными компаниями по выделению активов 25% порождали функционирование выделенной части в виде публичной компании, 35% далее функционировали как закрытые компании, а 40% становились дочерними компаниями исходной большой группы. С 2000-х гг. доля выделения активов в дочерние компании нарастала (с 40 до 48% в 2013–2014 гг.).

По данным информационной базы *Zephyr Bureau van Dijk*, наибольшая доля сделок по выделению активов имела место в США. Сопоставляя страны по числу сделок и по денежной оценке выделяемых бизнес-единиц на отрезке с 2000 по 2015 г., обнаружим, что США лидирует и занимает порядка 20% рынка таких сделок. Второе место занимает Япония (порядка 14% по числу сделок), треть — Великобритания. Эти оценки не удивительны, так как именно эти страны лидируют по числу публичных компаний. Интересно, что четыре страны БРИК занимают в общем числе сделок по миру 58%. Из стран БРИК велика доля сделок

и их количественной оценки в Китае (35% от агрегированной стоимости всех сделок), а на втором месте — российский рынок (Черкашина, 2015). На отрезке с 2000 по 2016 г. наблюдается цикличность в активности продажи активов. Наибольшая активность по странам БРИК наблюдалась в 2003–2004 гг., в 2009 г., 2013–2015 гг. Если по США и Японии достаточно распространены сделки выделения активов, то на развивающихся рынках сокращение активов чаще всего реализуется в форме продажи (выделение «Яндекс.Такси», скорее, исключение).

Аналитики консалтинговой компании «Эрнст и Янг» (*Global Corporate Divestment Study 2015*) на основе опроса 900 компаний отмечают, что 2015 г. был интересным с точки зрения как сделок *M&A*, так и дивестиций (*divestment*). Выделение непрофильных активов или неэффективных бизнес-направлений рассматриваются компаниями и консультантами как важные этапы развития. Замедление мировой экономики и нерешенность многих вопросов с долговым рынком (высокий долг частного сектора в Китае), бюджетные проблемы в странах — экспортерах нефти (Бразилия, Россия, Венесуэла и др.) будут вынуждать продавать часть активов и оптимизировать структуру диверсифицированных групп.

Высокая ликвидность на финансовом рынке приводит к тому, что с 2015 г. на рынке покупки выделенных активов (бизнесов) стали лидировать финансовые инвесторы. Если ранее (2011–2014 гг.) большую относительную цену за выставленные на продажу активы публичных компаний платили стратегические инвесторы (в целом на глобальном рынке мультипликатор *EV/EBITDA* составлял 9,1), то в 2015–2016 гг. более высокую цену (*EV/EBITDA* = 10 по сравнению с 8,8) платят финансовые инвесторы.

Цель, гипотезы и методология собственного исследования

Целью работы является диагностирование реакции рыночных инвесторов на объявления публичных компаний о сокращении размера бизнеса (активов) через продажу и выделение частей. Метод исследования — событийный анализ (как анализ реакции цен акций на бирже на новостную ленту). Предполагается существование аномальной доходности (сверх некоторого прогнозируемого уровня) вокруг (10 дней до и 10 дней после) даты объявления компаниями корпоративных решений. По выводам ранее проведенных исследований на развитых рынках капитала об эффекте дисконта за диверсифицированный бизнес предполагается, что решение о продаже и выделении активов будет положительно воспринято инвесторами, так как породит дополнительный денежный поток, доступный для выплаты дивидендов. Индикатором положительного эффекта на стоимость рассматривается кумулятивная аномальная (избыточная) доходность (*cumulative abnormal return, CAR*).

Рассматриваются следующие мотивы выбора между выделением в дочернюю компанию или продажи активов и соответствующие потенциальные выгоды для миноритарных (рыночных) инвесторов. Тип корпоративных решений инвестиционного характера — продавать или выделять активы — зависит как от характеристик самой компании (компания-продавца (*vendor*)), так и от особенностей целевой группы активов (обычно бизнес-единицы, географически или продуктово обособленной). Характеристика компании в первую очередь базируется на степени недооценки (соотношению наблюдаемой стоимости компании на рынке по отношению к ее внутренней (потенциальной) стоимости), а также на корпоративном управлении (наличии конфликтов среди акционеров, между акционерами и менеджерами, другими стейкхолдерами, например конфликты с государством, как это имело

место в АФК «Система» по отношению к «Башнефти»). Характеристики целевой группы активов, которые подлежат выделению, прежде всего касаются эффективности текущей деятельности по сравнению с потенциально возможным уровнем и возможностью функционировать на рынке обособленно (наличие клиентской базы и других условий). Если компания недооценена рынком и эта недооценка распространяется на целевую группу активов, то целесообразно выделение и промежуточное функционирование в форме дочерней компании с целью наращивания рыночной стоимости до справедливых уровней. При переоцененности компании на рынке целесообразнее было бы продать целевую группу активов и получить в денежной форме премию к справедливой стоимости. Если компания выбрала путь продажи активов, то вряд ли в дальнейшем цена этой компании существенно возрастет (компания и так переоценена).

Следовательно, заявленная в объявлении форма сокращения активов компании (продажа (*sell-off*) или выделение (*spin-off*)) может рассматриваться рынком как дополнительный сигнал о понимании ценности компании со стороны контролирующих акционеров и менеджмента. Так как многие компании российского и бразильского рынков вынуждены были избавляться от активов из-за кризисных проблем в экономике (большого долга, падения продаж), то кумулятивная аномальная доходность (*CAR*) оценивалась на двух временных подвыборках — до и после кризиса 2008 г. Таким образом, в работе рассматриваются три гипотезы:

H1: Реакция на любое сокращение активов (продажа или выделение) на фондовом рынке положительна.

H2: Выделение активов рассматривается рыночными инвесторами как более позитивный сигнал для будущего роста цены акции, чем продажа целевой группы активов.

H3: Реакция на избавление от активов после кризиса 2008 г. более ярко выражена.

Метод исследования — событийный анализ (*event study*). Применение метода базировалось на приемах, описанных в (Brown, Warner, 1985) по развитым рынкам капитала и в работе (Теплова, 2011) по развивающимся. Аномальная (избыточная) доходность рассчитывалась по каждому новостному событию (по каждой предполагаемой сделке компании-вендора) в выборке как разность между фактически наблюдаемой дневной доходностью и нормальной (ожидаемой, предписываемой моделью). В данном исследовании для определения нормальной дневной доходности использовалась рыночная модель, т. е. гипотеза о наличии линейной связи коэффициента рыночного риска (бета) и ожидаемой дневной доходности. Бета-коэффициент был рассчитан на оценочном окне анализа для каждого новостного события за 200 торговых дней до событийного окна. В качестве бенчмарка для российского рынка, по которому оценивался методом наименьших квадратов коэффициент чувствительности (бета-коэффициент), использовался рублевый индекс ММВБ (*MICEX*), для компаний Бразилии — *Bovespa*.

С учетом количества сделок в выборке была рассчитана средняя величина избыточной доходности по каждому дню событийного окна (10 дней до объявления о сделке и 10 дней после). Для каждого дня событийного окна также была рассчитана кумулятивная доходность как среднее значение доходности для всех сделок в выборке в заданный временной отрезок. Для избежания «шумовых эффектов» акцент делался на анализе реакции на окне (-1; +1). Отдельно также были рассчитаны кумулятивные избыточные доходности для подвыборок сделок продажи активов и выделения активов. Для определения статистической значимости полученных результатов была рассчитана тестовая статистика. Проверка устойчивости выводов делалась через расчет статистической значимости других окон: (-10; +10), (-5; +5), (-1; 0) и (0; +1).

Работа с данными

Для формирования выборки был проведен анализ новостной ленты (объявления о сделках), а также отбор завершенных сделок, по которым имела место полная продажа активов (100%). Также были введены фильтры на размер продаваемых (выделяемых) активов: не менее 5 млн евро. Не вошли в выборку компании сектора финансовых услуг (*financial services*), чтобы сделать результаты сопоставимыми с ранее проведенными исследованиями по другим рынкам капитала. Требования к компании-продавцу (*vendor*) — наличие котировок на бирже, приемлемая ликвидность на оценочных окнах (200 торговых дней) в виде ежедневных торгов и непересекающиеся окна при наложении нескольких значимых корпоративных событий. В результате и по российскому, и по бразильскому рынку выявлено по 47 корректных для анализа сделок (событий).

Результаты расчетов и выводы

В целом по выборке компаний двух стран результаты получились положительными, что соответствует выводам ранее проведенных исследований по другим рынкам (Clubb, Stouraitis, 2002). Объявления компаний о принятии решений осуществить сделки избавления от части внеоборотных активов вызывали положительную реакцию фондового рынка. Значения средней накопленной избыточной доходности (*CAR*) фиксировались в диапазоне от 0,98 до 2,3% в зависимости от выбранного окна анализа. Более того, все рассматриваемые окна (–10; +10), (–5; +5), (–1; +1), (–1; 0), (0; +1) показали статистическую значимость результата на 1%-ном уровне. Для окна (–1; +1) *CAR* = 1,48% при значении *t-statistic* = 4,71. Отметим, что рост *CAR* наблюдался и до объявления о сделке, что говорит о наличии определенного инсайда на рынках. Максимального значения средняя аномальная доходность достигает в день объявления. Таким образом, гипотеза 1 подтверждается.

Для проверки гипотезы 2 выборка по странам была поделена на два вида корпоративных решений. Сделки по продаже активов порождают положительную реакцию рынка, так же как и сделки выделения. Однако сопоставление средних избыточных доходностей свидетельствует о том, что выделение активов более приветствуется инвесторами (например, в день объявления по выделению наблюдается избыточная доходность в 1,6%, а по продаже — 1,2%, оценки статистически значимы на 5% уровне). Различие в получаемых оценках на разных окнах по двум подвыборкам также свидетельствует в пользу выделения активов (табл. 1).

Таблица 1

Накопленная аномальная доходность (*CAR*) по событиям продажи активов

		(–10; +10)	(–5; +5)	(–1; +1)	(–1; 0)	(0; +1)
Россия	<i>CAR</i> , %	3,31*	1,53*	1,2**	1,62**	1,41**
	<i>t-statistic</i>	1,79	2,02	2,21	2,15	2,38
Бразилия	<i>CAR</i> , %	1,26*	0,16	0,9	1,3*	0,23
	<i>t-statistic</i>	1,66	0,76	1,47	1,87	0,63

Здесь и далее *, **, *** значимость на 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

Отметим, что на российском рынке по сравнению с бразильским более выражена положительная реакция на события, связанные с продажей активов. Бразильский рынок гораздо ранее отыгрывает будущие события (до приходящей общедоступной информации), что выражается в статистически значимой положительной реакции еще за 10 дней до объявления.

Таблица 2

Накопленная аномальная доходность (CAR) по событиям выделения активов

		(-10; +10)	(-5; +5)	(-1; +1)	(-1; 0)	(0; +1)
Россия	CAR, %	3,85*	1,8**	1,7**	1,89**	1,54**
	t-statistic	1,76	2,29	3,62	2,15	2,77
Бразилия	CAR, %	1,82*	0,19	1,22*	1,67	0,94
	t-statistic	2,04	0,14	2,18	0,79	0,4

Гипотеза 2 получила свое подтверждение.

После 2008 г. число сделок по сокращению внеоборотных активов увеличилось, и положительная реакция рыночных инвесторов сохранилась. Более высокие оценки доходности фиксируются по CAR на широком окне (-10; +10) в посткризисный период. Для других окон сделать вывод о более сильной реакции не представляется возможным. И до кризиса, и после кризиса реакция положительная на всех окнах и статистически значима. Таким образом, хоть гипотеза 3 подтвердилась частично, но общий результат исследования оказался устойчивым.

Эмпирическое исследование методом событийного анализа на двух рынках капитала объявлений о сделках выделения и продажи активов публичными компаниями показало, что рыночные инвесторы положительно воспринимают приход на рынок такого рода информации. Рыночная реакция положительна и статистически значима (в пределах 1–2,2% CAR). Положительная реакция рынка наблюдается на несколько дней до объявления о намечаемом событии (сделки).

Сопоставление реакции рынка по подвыборкам ожидаемых сделок продажи активов и выделения позволило заключить, что оба типа сделок положительны с точки зрения наращивания стоимости. Однако объявления сделок выделения активов фиксируются в виде более высоких значений CAR по рассматриваемым окнам, наблюдаемая между этими типами сделок разница в кумулятивной доходности статистически значима. В день объявления по продаже активов аномальная средняя доходность составляет 1,2%, а по выделению активов — 1,6%. По российскому рынку ожидаемые сделки выделения активов порождают еще более высокую доходность — 1,89%. Тестируемая гипотеза исследования, что рынок более положительно оценивает информацию о сделках в форме выделения активов, чем продажи активов, не была отвергнута на 1%-ном уровне значимости. Рассмотрение двух временных подвыборок (до 2008 г. и после) не изменило выводов, результаты тестирования гипотез оказались устойчивы. Сопоставление решений по выводу активов оказалось более сильным решением на краткосрочную динамику цен акций, чем другие инвестиционные решения, что следует из сопоставления результатов данной работы с выводами работы (Теплова, Маникин, Теплов, 2015).

Источники

Теплова Т. В. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса // Финансовый менеджмент. 2011. № 1. С. 11–24.

Теплова Т. В., Маникин И. Е., Теплов А. С. Распознают ли рыночные инвесторы привлекательность объявляемых публичными нефинансовыми компаниями проектов развития бизнеса? // Финансовый менеджмент. 2015. № 5. С. 66–98.

Черкашина А. В. Влияние решений о дивестициях на цены акций компаний БРИК // Управление корпоративными финансами. 2015. № 4. С. 208–227.

Borisova G., John K., Salotti V. The Value of Financing Through Cross-border Asset Sales: Shareholder Returns and Liquidity // Journal of Corporate Finance. 2013. Vol. 22. P. 320–344.

Brown S. J., Warner J. B. Using Daily Stock Returns: the Case of Event Studies // Journal of Financial Economics. 1985. N 1. P. 3–31.

Clubb C., Stouraitis A. The Significance of Sell-off Profitability in Explaining the Market Reaction to Divestiture Announcements // Journal of Banking & Finance. 2002. Vol. 26. P. 671–688.

Coakley J., Thomas H., Wang H. The Short-run Wealth Effects of Foreign Divestitures by UK Firms // Applied Financial Economics. 2008. Vol. 18. P. 173–184.

Colak G., Whited T. M. Spin-offs, Divestitures and Conglomerate Investment // The Review of Financial Studies, 2006.

Daley L., Mehrotra V., Sivakumar R. Corporate Focus and Value Creation: Evidence From Spinoffs // Journal of Financial Economics. 1997. Vol. 45. P. 257–281.

Gertner R., Powers E., Scharfstein D. Learning About Internal Capital Markets From Corporate Spin-offs // Journal of Finance. 2002. Vol. 57. P. 2479–2506.

Global Corporate Divestment Study. EY Report, 2015.

Rosenfeld J. Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth // Journal of Finance. 1984. Vol. 39. P. 1437–1448.