

Чарахчян Константин Каренович

доктор экономических наук, доцент,
профессор кафедры экономики и менеджмента
филиала Кубанского государственного
университета в городе Армавире

Charakhchyan Konstantin Karenovich

D.Phil. in Economics, Professor,
Economics and Management Department,
Armavir branch of Kuban State University

Чарахчян Виталий Константинович

магистрант программы «Банки и управление
активами» кафедры банков и финансовых рынков
Санкт-Петербургского государственного
экономического университета

Charakhchyan Vitaly Konstantinovich

Master's Degree student,
Banks and Financial Markets Department,
Saint Petersburg State University of Economics

НЕКОТОРЫЕ АСПЕКТЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ НОВОСТНОЙ ИНФОРМАЦИИ НА БИРЖЕВУЮ ОЦЕНКУ ЭМИТЕНТОВ

SOME ASPECTS OF THE NEWS' IMPACT ON STOCK ASSESSMENT OF ISSUERS

Аннотация:

В статье рассматриваются вопросы влияния информации на поведение инвесторов, а также на котировки цены отдельных акций, обращающихся на Московской бирже. После приведения определения эффективного рынка в статье выдвигается несколько гипотез о том, в какие моменты рынок может быть неэффективен применительно к акциям ПАО «Газпром». По итогам исследования влияния ряда корпоративных событий авторы приходят к выводу, что на динамику акций выбранного эмитента воздействует решение ежегодного общего собрания акционеров, а также заключение значимых контрактов. В то же время другие виды корпоративных событий, например публикация годовой отчетности, слабо отражаются на динамике курса акций компании. Для каждого отдельно взятого финансового инструмента существует уникальный набор информационных факторов, влияющих на его ценовую динамику.

Ключевые слова:

фондовый рынок, эффективный рынок, информационное влияние, акции «Газпрома», котировки, событийный анализ рынка.

Summary:

The study discusses the impact of information on the investor behavior as well as the quotes of individual shares traded on the Moscow Exchange. The authors give a definition of an efficient market and hypothesize when the market may be inefficient in relation to the shares of Gazprom PJSC. The study of the influence of several corporate events shows that the dynamics of stocks of the selected issuer is affected by the decision of the annual general meeting of shareholders as well as the conclusion of the important contracts. At the same time, other types of corporate events like the publication of the annual reports weakly affect the dynamics of Gazprom PJSC share price. Each financial instrument has a unique set of information factors affecting its price dynamics.

Keywords:

stock market, efficient market, informational influence, Gazprom shares, quotes, event-driven market analysis.

Колебания цен на глобальных финансовых рынках неразрывно связаны с изменениями огромного количества факторов, влияющих на национальные экономики, отрасли и бизнес компаний-эмитентов. На протяжении длительных периодов можно проследить, что сильнее всего на финансовые рынки воздействуют глобальные тренды как по отдельным отраслям, так и по макроэкономическим показателям.

Определить действующий тренд на каком-либо рынке возможно лишь по истечении определенного промежутка времени. Вместе с тем установить точную дату и причину возникновения нового тренда или прекращения действия старого крайне сложно. Нередко такими причинами становятся фундаментальные изменения в отраслях экономики, правил регулирования или неожиданные и важные трансформации в политическом пространстве [1, p. 35]. Средства массовой информации постоянно отслеживают события, которые можно отнести к указанным категориям. Редакции СМИ публикуют множество материалов авторов, пытающихся раскрыть содержание того или иного явления, которое оказало существенное влияние на динамику финансовых рынков [2].

Проблема воздействия информации на тенденции фондового рынка в целом и динамику котировок ценных бумаг в частности – одна из наименее изученных в теории инвестиций. При анализе влияния информации, представленной СМИ, на динамику рыночных котировок мы руководствовались понятием «информационный фактор финансового рынка» (далее – информационный фактор). Он отражает событие высокой степени важности, относящееся к категории политических либо экономических, упоминание о котором было опубликовано в международных или крупнейших национальных информационных агентствах [3].

Информационные факторы, основывающиеся на фундаментальных данных, обладают разной степенью влияния на динамику биржевых котировок [4, с. 5]. Существенный вклад в исследование этого воздействия внесла теория американского экономиста, лауреата Нобелевской премии по экономике Ю. Фама [5, с. 45]. На ее базе представляется плодотворным рассмотреть понятие эффективного рынка в аспекте информационного обеспечения.

В качестве гипотезы абсолютной эффективности рынка используем следующее: любая новая информация мгновенно поступает всем инвесторам бесплатно. При таком условии соблюдается равенство рыночной цены и стоимости. Согласно гипотезе информационной эффективности рынка, абсолютно информационно эффективный рынок предполагает, что информация не может влиять на принятие инвестиционного решения в целях получения сверхприбыли: на эффективном рынке котировки ценных бумаг соответствуют равновесной цене, которая отражает полную информацию [6, с. 126].

Согласно данной теории существуют три варианта воздействия информации на рынок ценных бумаг:

- слабая форма – цены отражают всю информацию, которая получена в результате изучения статистики и уже заложена в стоимость акции;
- квазисильная форма – доступная информация, которая отражает перспективы развития компании и играет роль в изменении стоимости акции;
- сильная форма – цены отражают информацию, доступную инсайдерам, информация является основной в плане изменения тенденции на фондовом рынке.

Информационные факторы являются последствиями произошедших событий [7, с. 67]. Последние можно условно разделить на следующие общие категории.

1. Корпоративные события: данные о слияниях и поглощениях, результаты финансовой отчетности, отраслевые новости о трансформации всего рынка, сведения о достижениях, новациях, изменениях в системе корпоративного управления.

2. Макроэкономические события. К ним можно отнести блоки официальной статистики (уровень безработицы, инфляции, промышленных запасов, динамику ВВП и иные) и изменения регуляторной политики.

3. Политические события. К ним относятся итоги парламентских и президентских выборов, инициация законопроектов, достижение международных соглашений, объявление начала и окончания военных кампаний.

Исследование влияния информации об участниках биржевых сделок неизбежно приводит к анализу ее источников, которые непрерывно пополняют уже имеющиеся базы данных. Постоянно возрастающий массив сведений о разных сторонах содержания деятельности корпораций создает дополнительную проблему для оценки их перспектив на фондовом рынке. В конечном счете в качестве базовой модели можно использовать модель рыночного равновесия. Однако в моделировании инвестиционной деятельности ключевое значение приобретает фактор времени. Между тем методология неоклассики затрудняет применение равновесных состояний рынка для прогнозирования инвестиционных предпочтений.

Неопределенность времени для установления рыночного равновесия является одним из главных недостатков неоклассической теории. Информационное сообщество воздействует на факторы как уменьшения этой неопределенности, так и ее увеличения. К первым относятся ускорение транзакций, сопоставление данных из разных источников, расширение объема информации. Ко вторым – возрастание числа участников хозяйственной деятельности и усложнение их состава, сокращение времени для принятия решений, помехи в трансляции сведений по сетям.

Введенное в XX в. понятие ограниченной рациональности означает, что каждый экономический агент принимает решение на основе неполного и неточного знания экономической обстановки и эти решения всегда будут неоптимальными с точки зрения его интересов. Потребитель, например, может сознательно и добровольно ограничить поиски дополнительной информации о рынке, снизить затраты на ее получение, но купить менее качественный и более дорогой товар.

Однако сейчас резко повышается значение анализа поступающей информации и прогнозирования последствий принимаемых решений. Информационное сообщество открывает возможность для снижения транзакционных издержек хозяйствующих субъектов путем их включения в сетевые структуры, функционирующие на основе стандартных коммуникационных технологий. Тем не менее возрастает риск упущенной выгоды вследствие необходимости применения уже внедренных в общее пользование программ и технологий.

Объединенные в широкие категории события, участниками которых являются корпорации, безусловно, содержат множество разновидностей. Рассмотрим подробнее такой класс, как корпоративные события.

Для формирования перечня исследуемых корпоративных событий, которые могут стать значимыми информационными факторами на рынке ценных бумаг, обратимся к работе А. Дамодарана «Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов». Этот автор

приводит как пример неэффективного рынка иррациональное поведение инвесторов во время, накануне, а также в течение некоторого периода после публикации компанией финансовых результатов деятельности [8, с. 242].

Вместе с тем для расширения картины влияния информационных факторов на динамику ценных бумаг выдвинем следующие гипотезы относительно поведения инвесторов в зависимости от появляющихся новостей. Сделаем предположение, что подписание новых ключевых контрактов и сделок окажет существенное воздействие на бизнес компании, ее будущие денежные потоки, а значит, и на оценку ее инвесторами. Соответственно, добавим в перечень отслеживаемых критериев такие события, как подписание ключевых контрактов. Параметр значимости новой сделки, заключаемой предприятием, должен кратно сопоставляться с такими факторами организации, как годовая выручка, география присутствия, доля рынка, занимаемая в каком-либо сегменте. Если заключение нового контракта способно привести к увеличению одного или нескольких показателей на 10 % и более, то такой контракт в рамках данного исследования признаем ключевым. Предположим также, что решения арбитражного судопроизводства (как российского, так и международного) могут сильно повлиять на основной бизнес компании, следовательно – и на денежные потоки в будущих периодах.

Не менее важен для профессиональных инвесторов и кредитный рейтинг компании-эмитента. Его изменения ведут не только к переоценке инвестором отношения к параметрам «риск/доходность», но и к законодательным ограничениям. Некоторые институциональные инвесторы как за рубежом, так и в России не могут покупать акции предприятий, имеющих кредитный рейтинг ниже порогового.

При оценке участниками биржевой деятельности положения компании-эмитента в целях прогноза риска и доходности инвестиций происходит селекция получаемой информации, которая важна в аспекте перспектив данной компании не только как объекта инвестиционной деятельности, но и как устойчивого субъекта экономических отношений. Поэтому внимание профессиональных инвесторов привлекают корпоративные события, как правило, отраженные в публичных источниках информации.

Сформируем перечень корпоративных событий, которые могут стать причиной возникновения значимого биржевого информационного фактора и повлиять на биржевую оценку эмитента акций:

- решение о размере выплат дивидендов,
- годовой отчет о финансовых результатах эмитента,
- квартальный отчет о финансовых результатах эмитента,
- подписание ключевых контрактов,
- результаты арбитражного судопроизводства,
- изменение кредитного рейтинга.

Исследуем три категории событий: годовое общее собрание акционеров (ГОСА) с учетом его решения о выплате дивидендов, публикации финансовой отчетности по стандартам МСФО и заключение крупных сделок (в выборку попала сделка по газопроводу «Сила Сибири»). Влияние информационного фактора на финансовый инструмент определяется как разница между ценой закрытия накануне возникновения информационного фактора и ценой закрытия в день наступления события. Для очищения результатов от ценовых колебаний по другим причинам сравнивается динамика выбранного финансового инструмента с другим значимым инструментом, например с индексом биржи.

Рассмотрим результаты влияния информационного фактора на котировки обыкновенных акций ПАО «Газпром». Воздействие фильтрации динамики котировок акций данной компании на их биржевой результат в информационном аспекте отражено в таблице 1.

Таблица 1 – Изменение курса акций ПАО «Газпром» после очистки от влияния индексов биржи и валютного курса [9]

Категория корпоративного события ПАО «Газпром»	Дата	Курс акций ПАО «Газпром»	Значение ММВБ	Значение USD/RUR
1	2	3	4	5
Публикация годового финансового отчета	29.04.2014	128,3 100,14 *	1305 100,43	35,602 99,39
Подписание ключевых контрактов	20.05.2014	145,35 98,18	1426 100,83	34,52 99,87
ГОСА	27.06.2014	149,39 101,32	1477 100,28	33,74 100,05
Публикация годового финансового отчета	29.04.2015	152,5 99,81	1671 99,59	51,05 99,05

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4	5
ГОСА	26.06.2015	145,18 101,03	1644 100,76	54,78 100,11
Публикация годового финансового отчета	28.04.2016	164,75 102,34	1970 101,82	64,72 99,38
ГОСА	30.06.2016	139,51 99,65	1891 100,16	63,99 100,22
Публикация годового финансового отчета	27.04.2017	133,41 99,99	2012 99,25	56,97 99,67
ГОСА	30.06.2017	118,49 99,44	1880 99,92	58,93 99,17

* Изменение к предыдущему дню, %.

Сравним динамику курса акций с индексом ММВБ и биржевым курсом доллар/рубль с расчетами на следующий день. Если динамика акций превышает динамику индекса и курса доллар/рубль вне зависимости от направления движения цены, то такое изменение цены мы признаем как следствие воздействия информационного фактора.

Исходя из данных таблицы 1, можно понять, что далеко не всегда то или иное корпоративное событие приводит к значимым изменениям котировок. Например, инвесторы практически проигнорировали большинство публикаций годовых финансовых отчетностей, за исключением вышедших в 2016 г.: в тот день котировки выросли на 2,34 %.

В бумагах ПАО «Газпром» устойчивым информационным фактором оказалось ГОСА. Именно в день собрания акционеров бумаги показывали повышенную волатильность, выходящую за волатильность индекса ММВБ и валютной пары доллар/рубль. В частности, динамика курса акций за период с 2014 по 2016 г. составила 1,32; 1,03; –0,35 % соответственно. Причина такой реакции инвесторов на собрание акционеров, по нашему мнению, кроется в том, что компания является сугубо индустриальной, работающей на традиционных рынках энергоносителей, которые хоть и подвержены значительным ценовым колебаниям, но имеют прогнозируемые спрос и предложение, а значит – условную стабильность в определенных ценовых уровнях.

Несмотря на то что российский фондовый рынок в целом и ПАО «Газпром» в частности сильно недооценены по мультипликатору P/E, инвесторы не ждут скачков в акционерной стоимости крупнейших эмитентов, торгуемых на Московской бирже. Владение акциями таких компаний, как ПАО «Газпром», ПАО «ГМК "Норильский никель"» и других лидеров-монополистов индустрии, инвесторы зачастую рассматривают как источник дивидендной прибыли, а не курсовой. В связи с этим особое внимание инвесторов из года в год приковано именно к решению годового собрания акционеров, на котором утверждается размер выплачиваемых дивидендов.

Важно отметить, что попавшая в исследуемую выборку сделка по «Силе Сибири» также сказалась на котировках акций ПАО «Газпром». Рынок отреагировал снижением курса ценных бумаг 22.05.2014 г. на 1,82 %. После объявления о заключении данной сделки и ключевых условиях контракта инвесторы провели экспресс-переоценку справедливой стоимости компании и ее прогнозной чистой прибыли. Это привело к тому, что курс ее акций значительно снизился.

Из результатов анализа стало также понятно, что публикация годовой финансовой отчетности не является столь важным и неоспоримым триггером для активных действий инвесторов. Подобное поведение может быть обусловлено тем, что промежуточные результаты деятельности (регулярные финансовые отчеты за квартал) позволяют крупнейшим инвесторам и аналитикам своевременно отслеживать значимые изменения, происходящие в операционной деятельности компании.

С учетом масштаба деятельности ПАО «Газпром» и особенно его стратегической важности для инвесторов всех категорий (в том числе государства) вся деятельность компании строится максимально открыто, а менеджмент придерживается принципа транспарентности, выражающегося в необходимом для инвесторов объеме раскрываемой информации. Все операционные и финансовые изменения отражаются в регулярной финансовой отчетности перед инвесторами. Ежегодно председатель правления предприятия подводит итоги календарного года, дает им собственную оценку и обозначает стратегию эмитента на будущие периоды.

Благодаря регулярной финансовой отчетности инвесторы могут корректировать модели оценки стоимости компании и регулировать аллокацию своих инвестиционных денежных средств в акциях эмитента. Судя по всему, годовые финансовые отчеты не приносят неожиданных для инвесторов новостей, а значит, не требуют мгновенной реакции, выраженной в продаже или покупке акций ПАО «Газпром».

Надо полагать, что менеджеры предприятий, опираясь на инсайдерскую информацию, способны целенаправленно использовать ее в своих интересах непосредственно перед общим годовым собранием акционеров или накануне IPO. Таким образом, инвесторы, получая сведения о компании, могут принять решение в ее пользу. Будут иметь место манипулирование общественным мнением и применение методов недобросовестной конкуренции. Инициация «информационного шума» создает своеобразный барьер перед эффективным внешним финансированием. Финансовые менеджеры пытаются измерить, как денежные потоки соотносятся с декларируемыми прибылями, стремятся определить степень отклонения «ложно ожидаемых» прибылей от прибылей реальных и возможности приближения корпораций к своим долгосрочным целям.

На практике поведение управляющих институциональных инвесторов тесным образом связано с действиями корпоративных управляющих. Если финансовый управляющий почти полностью сосредоточен на текущей цене акций, а не на внутренней стоимости корпорации, то и корпоративный управляющий пытается соответствовать правилам «системы» и концентрирует внимание на цене акций. Возникает поток сигналов рынку о зачастую мнимой прибыльности холдингов. Участникам рынка свойственно часто путать иллюзии с реальностью [10, с. 181]. Своеобразным балансиrom в данном случае выступают оценки рейтинговых агентств. Однако их сообщения также таят в себе «шумы», побуждающие инвесторов искать некие «фильтры» для извлечения отвечающей их запросам информации.

Таким образом, анализ влияния корпоративных событий на динамику курса акций подтверждает предположение о том, что именно определенные информационные факторы воздействуют на поведение инвесторов, стимулируя их покупать либо продавать ценные бумаги. Вероятно, что для каждого отдельно взятого финансового инструмента существует уникальный набор информационных факторов, оказывающих влияние на его ценовую динамику. Исследование более широкого круга финансовых инструментов и сопутствующих им информационных факторов является предметом дальнейшего исследования.

Ссылки и примечания:

1. Shuster T. *The Markets and the Media: Business News and Stock Market Movements*. Lanham, 2006.
2. Сухаревская А., Ткачев И. Норвежский суверенный фонд остается в России [Электронный ресурс] // РБК. 2014. № 158. URL: <http://www.rbc.ru/newspaper/2014/08/21/56bdeccc9a7947299f72cadd> (дата обращения: 10.01.2018).
3. Mustafa K. *The Role of Information on Stock Market*. Boston, 2015.
4. Зиненко А.В. Событийный метод управления инвестированием на российском фондовом рынке : автореф. дис. ... канд. техн. наук. Красноярск, 2007. 18 с.
5. Бернштейн У. Манифест инвестора: Готовимся к потрясениям, процветанию и всему остальному. М., 2013.
6. Андреева Т.А., Барашов Н.Г., Блинова Т.В. Поведенческая экономика: современная парадигма экономического развития. Тамбов, 2016.
7. Уэзеролл Д. Физика фондового рынка: краткая история предсказаний непредсказуемого : пер. с англ. М., 2014. 295 с.
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М., 2011.
9. Рассчитано авторами на основе данных Московской биржи. URL: <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/gazprom/export> (дата обращения: 11.12.2017).
10. Богл Д.К. Битва за душу капитализма / пер. с англ. А. Калинина. М., 2011.

References:

- Andreeva, TA, Barashov, NG & Blinova, TV 2016, *Behavioral economics: the modern paradigm of economic development*, Tambov, (in Russian).
- Bernstein, W 2013, *The investor's manifesto: preparing for prosperity, armageddon, and everything in between*, Moscow, (in Russian).
- Bogle, JC & Kalinin, A 2011, *The battle for the soul of capitalism*, Moscow, (in Russian).
- Damodaran, A 2011, *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, Moscow, (in Russian).
- Mustafa, K 2015, *The Role of Information on Stock Market*, Boston, 2015.
- Shuster, T 2006, *The Markets and the Media: Business News and Stock Market Movements*, Lanham.
- Sukharevskaya, A & Tkachev, I 2014, 'The Norwegian Sovereign Fund remains in Russia', *RBK*, no. 158, viewed 10 January 2018, <<http://www.rbc.ru/newspaper/2014/08/21/56bdeccc9a7947299f72cadd>>, (in Russian).
- Wetherall, J 2014, *The physics of wall street: a brief history of predicting*, Moscow, 295 p., (in Russian).
- Zinenko, AV 2007, *Event-driven method of investment management on the Russian stock market*, PhD thesis abstract, Krasnoyarsk, (in Russian).