

В. А. Кламм, Д. В. Латнак

ВЛИЯНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ДЕЙСТВИЙ ЭМИТЕНТА НА ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ АКЦИЙ

Рассмотрены теоретические и практические аспекты влияния корпоративных действий акционерного общества на курс акций. Предложена методика анализа данного влияния.

This article examines the theoretical and practical aspects of the impact of a joint stock venture's corporate actions on stock pricing. The authors offer the methods of analysing this impact.

Ключевые слова: корпоративное управление, корпоративные действия, ценообразование акций на первичном и вторичном рынках, теории дивидендной политики, раскрытие информации, конвертация.

Key words: corporate management, corporate actions, share pricing in primary and secondary markets, dividend policy theories, information disclosure, conversion.

Активный рост фондового рынка РФ заставляет все большее количество российских компаний привлекать новых инвесторов посредством выпуска на рынок ценных бумаг. Успех проведения IPO связан с эффективно выстроенным корпоративным управлением, которое является одним из решающих факторов ценообразования акций компании, а значит, представляет собой источник повышения конкурентоспособности компании и роста ее привлекательности для потенциальных инвесторов.

Корпоративным управлением принято называть систему стратегического и тактического управления предприятием, с помощью которой реализуются права акционерной собственности. Это понятие возникло в связи с разделением функций владения и управления в нынешних акционерных обществах. Предметом корпоративного управления выступает контроль над совершением корпоративных действий – важнейших мероприятий, осуществляемых юридическими лицами в процессе своей деятельности, определяющих их статус как юридического лица, формирующих их уставный капитал и органы управления. Приведем классификацию корпоративных действий акционерного общества в зависимости от характера их совершения (рис. 1).

Споры о наличии прямой связи между эффективным управлением и рыночной стоимостью акций ведутся с 1960-х гг. Действительно, довольно непросто выделить влияние внутренних «корпоративных» факторов на изменение котировок акций из общей массы факторов ценообразования. Наиболее показательна в этом плане классификация факторов ценообразования акций, соответствующая уровням фундаментального анализа ценных бумаг, в ходе которого последовательно оцениваются общеэкономические, отраслевые, внутренние и индивидуальные факторы (табл. 1).

КОРПОРАТИВНЫЕ ДЕЙСТВИЯ	
<p>Связанные с организационным режимом хозяйствования эмитента</p> <p>I. Создание АО II. Утверждение учредительных документов III. Формирование органов управления АО IV. Созыв и проведение заседания общего собрания акционеров V. Одобрение крупных сделок АО VI. Подведение итогов хозяйственной деятельности VII. Ликвидация АО или приобретение другим обществом контрольного пакета акций АО</p>	<p>Связанные с операциями над выпусками акций</p> <p>I. Эмиссия акций II. Приобретение акций III. Конвертация акций IV. Выплата доходов по акциям</p>

Рис. 1. Классификация корпоративных действий АО

**Классификация факторов ценообразования
акций в соответствии с уровнями фундаментального анализа**

Уровни	Факторы ценообразования
Общеэкономические	Экономический потенциал страны Инвестиционный климат Финансовая политика государства Инфляция Уровень доходов населения
Отраслевые	Отраслевая принадлежность эмитента Деловая активность отрасли Структура отрасли Объем производства Отраслевая прибыль Ориентация на экспорт или импорт
Внутренние	Эффективность корпоративного управления Рейтинг эмитента Темп развития компании Стоимость компании Объем продаж компании Издержки производства компании
Индивидуальные	Структура рынка акций Учет взаимозаменяемости финансовых активов Инвестиционные качества акций Оценка будущих доходов

Возможно, в связи данной трудностью лишь небольшая часть практических наблюдений этой проблемы оформлена в современной экономической науке в виде теорий. В качестве примера можно назвать две диаметрально противоположные теории, оценивающие влияние такого корпоративного действия, как выплата дивидендов, — теория независимости дивидендов Миллера — Модильяни и теория предпочтительности дивидендов Гордона — Линтнера. Согласно первой теории, дивидендная политика играет пассивную роль в ценообразовании акций и на котировки скорее окажет влияние объем формируемой, а не распределяемой прибыли; вторая же теория опирается на приоритет текущего дохода в виде дивидендов над рискованым будущим доходом от роста курса акций. Практика же показывает, что небольшие дивиденды почти не оказывают влияния на цену акции. Если же выплаты значительны, то накануне даты отсечки реестра наблюдается рост акций.

Влияние корпоративных действий эмитента на стоимость акции на разных этапах ее стоимостной оценки может быть прямым и косвенным. Разница в характере влияния объясняется особенностями ценообразования на первичном и вторичном рынках акций. Соответствие между видами стоимостей акции и видами фондовых рынков отмечено на рисунке 2.

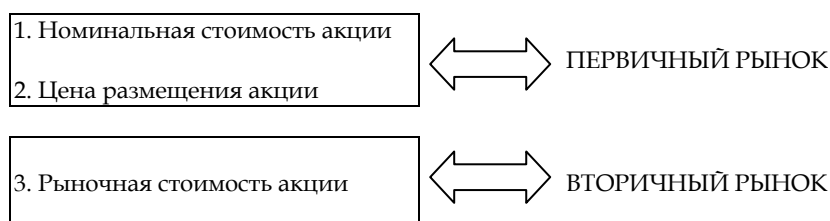


Рис. 2. Общая схема влияния корпоративных действий
на ценообразование акций

Сразу после этапа определения номинальной цены акции органами управления эмитента в процессе формирования уставного капитала встает вопрос оценки эмиссионной стоимости, т.е. цены акции при первичном размещении. Решение о ней принимается советом директоров общества на основе спроса, который формируется в форме предварительных заявок на первую покупку акций. Таким образом, ценообразование на первичном рынке полностью подконтрольно эмитенту.

Установление рыночной цены на вторичном рынке происходит в результате обращения акций на фондовом рынке и носит стихийный характер. Равновесная рыночная цена складывается также при взаимодействии спроса и предложения, но эмитент теперь способен оказать влияние на котировки своих акций лишь опосредованно.

Любое инвестиционное решение, касающееся покупки или продажи акций на фондовом рынке, предваряется сбором необходимой информации. Цены в данном случае будут выступать одним из источников информации. Но важнее обратная связь: всякая информация на рынке с высокой эффективностью должна находить отражение в изменении курса акций. Графически это изображено на рисунке 3.

Из схемы можно сделать вывод, что эмитент способен воздействовать на курс акции через информационную систему рынка ценных бумаг, раскрывая перед остальными участниками рынка информацию о финансовых результатах своей деятельности. Данная информация является основным материалом для фундаментального анализа и может служить показателем эффективности корпоративного управления.

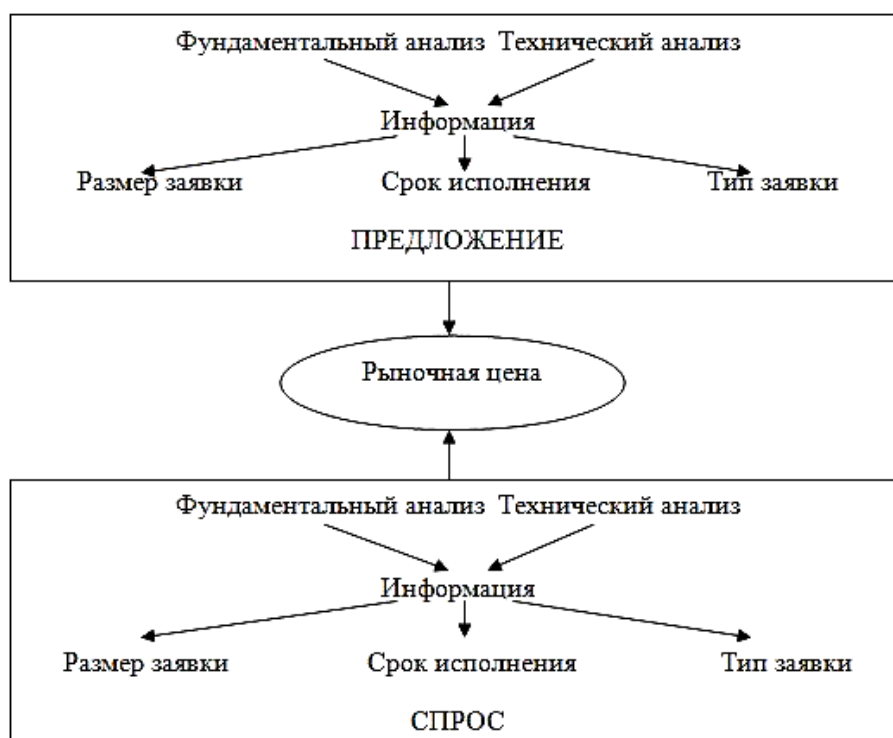


Рис. 3. Схема ценообразования на вторичном рынке акций

Стоит особо отметить значимость годового отчета эмитента как инструмента формирования инвестиционной привлекательности компании. Его отличие от квартальных отчетов заключается в расширенном описании финансового состояния организации и в наличии прогнозов. Прогнозные данные о будущих доходах компании используются для расчета фундаментальной (справедливой) стоимости акции. После опубликования годового отчета у финансовых аналитиков появляется возможность дать оценку корпоративному управлению эмитента и определить, переоценена акция рынком или недооценена.

Очевидно, что такое корпоративное действие, как раскрытие информации, может иметь как положительное, так и отрицательное влияние. Важно, что фондовые биржи предъявляют требование о раскрытии информации к эмитентам как допуск к листингу акций. Вследствие этого данный фактор отличается стабильной периодичностью и значимым весом в совокупности корпоративных факторов ценообразования акций.

Еще одним инструментом влияния на котировки акции в арсенале корпоративных действий эмитента выступает право конвертации акций в виде дробления или консолидации. Величина уставного капитала при этом остается неизменной.

Если конвертация проходит в форме укрупнения номинала акций (консолидация), то, скорее всего, компания-эмитент преследует одну из двух целей – препятствие размыванию собственности или изменение котировок в сторону стандартных рыночных цен. Искусственное

увеличение стоимости акции резко уменьшает спрос, поскольку отсекает круг инвесторов, не готовых заплатить за акцию новую – укрупненную – цену.

Увеличению спроса способствует другой вид конвертации акций – дробление (обратная консолидации операция – уменьшение номинала акций). Дробление акций (или сплит) используется акционерными обществами для того, чтобы сделать акцию более привлекательной для частных инвесторов. Но компании это делают не с помощью рекламы, а с помощью искусственного понижения рыночной цены и пропорционального увеличения количества акций в обороте. Иными словами, экономический смысл дробления акций заключается в стремлении акционерного общества оживить вторичный рынок своих ценных бумаг. Очевидно, что акции с меньшей номинальной стоимостью могут быть доступны для приобретения большему числу лиц.

Часто эмитент в целях воздействия на котировки прибегает к такому корпоративному действию, как выкуп собственных акций. При этом в мировой практике существуют два основных способа приобретения компанией собственных акций. В первом случае компания проводит операции на открытом рынке, как и любой другой инвестор. Она свободно покупает и продает собственные акции, не ставя об этом в известность своих акционеров. Проводя операции на открытом рынке, компании могут достаточно свободно манипулировать со своими акциями, корректируя спрос и предложение, и искусственно поддерживать котировки. Во втором случае акционерное общество осуществляет тендерное предложение самой себе, которое обычно сопровождается резким ростом цен на акции компании-эмитента [2, с. 494].

Результатом неправильного корпоративного управления может оказаться ликвидация общества или его поглощение другой организацией. Операции на фондовом рынке по покупкам и продажам крупных пакетов акций, в результате которых происходит смена владельцев акционерных компаний, принято называть рынком корпоративного контроля. Считается, что если цена акций какой-либо корпорации ниже средней по сектору рынка, то это сигнал участникам рынка о слабости менеджмента и недооцененности активов компании. Такая корпорация может стать целью для эффективно работающей команды менеджеров другой корпорации, способной увеличить свои активы путем слияния или поглощения.

Влияние корпоративных действий на курс акций можно рассмотреть на примере ОАО «Банк ВТБ». Данная компания является сравнительно молодым участником фондового рынка – первичное размещение акций банка было проведено 28 мая 2007 г. Ниже представлены основные параметры IPO ВТБ (табл. 2).

Как видно, цена размещения на порядок больше номинальной стоимости одной акции, что свидетельствует о многократном превышении спроса на первичную покупку акции над предложением. Заметим, что период IPO совпадал с фазой подъема национальной экономики, и в частности банковского сектора, сменившейся глубоким спадом. Итог – падение курса акции в марте 2009 г. более чем в 6 раз по сравнению с ценой размещения (рис. 4).

Таблица 2

Основные параметры IPO ОАО «Банк ВТБ»

Параметр	Величина параметра
Объем размещенных акций	1 513 026 109 019 шт.
Номинал	1 коп.
Минимальный объем заявки	30 тыс. руб.
Доля государства в уставном капитале до IPO	99,9 %
Доля государства в уставном капитале после IPO	77,5 %
Привлечено физических лиц к участию в уставном капитале	Более 131 тыс. (доля – 5 %)
Рыночная капитализация банка ВТБ на момент IPO	37,5 млрд дол.
Цена размещения	13,6 коп. за 1 акцию

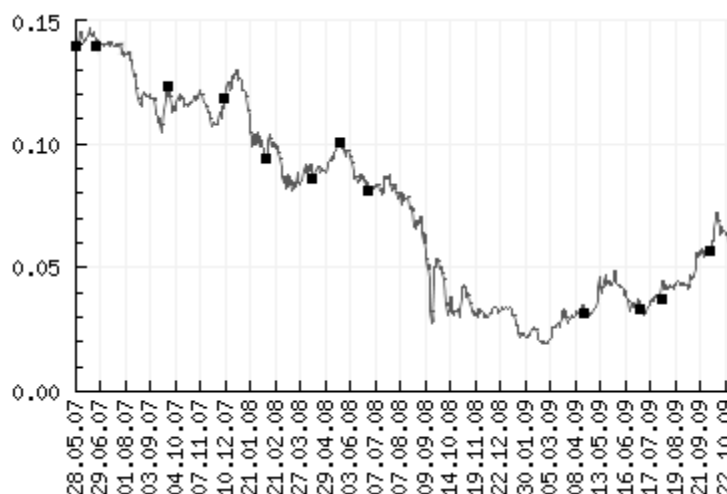


Рис. 4. Динамика стоимости акции ВТБ в 2007 – 2009 гг., руб. (ММВБ)

Исследование проходило в несколько этапов. Сначала был исследован уровень корпоративного управления ВТБ. Его характерной особенностью является наличие специализированного органа – Консультационного совета, главная функция которого – повышение эффективности диалога между менеджерами банка и его акционерами. В состав этого совета избираются сами же акционеры ВТБ. Следует заметить, что учреждение данного органа благотворно сказалось на динамике котировок акций – с июля 2009 г. наблюдался медленный, но относительно стабильный рост курса акций.

Далее на основе аналитических и информационных материалов периодической деловой литературы, а также информации официального сайта ВТБ были выделены 12 корпоративных действий, оказавших влияние на рыночный курс акций (на рисунке 4 отмечены точками даты соответствующих действий). Среди них: периодическое раскрытие информации о финансовых результатах деятельности банка, сообщения о выплате дивидендов, годовые собрания акционеров, дополнительная эмиссия акций 2009 г., сообщение о выкупе акций. Чаще всего в качестве фактора ценообразования выступали сообщения о результатах деятельности банка (50 % от общего числа корпоративных действий).

Каждое корпоративное действие оценивалось с позиций текущего и длительного влияния. Под текущим мы понимали изменение цены акций в течение дня совершения эмитентом корпоративного действия. В качестве показателя текущего влияния был выбран темп прироста котировки за день, рассчитываемый по формуле:

$$T_{np}^k = \left(\frac{Цз}{Цо} - 1 \right) \cdot 100\%,$$

где $Цз$ – цена закрытия;

$Цо$ – цена открытия.

Длительное влияние оценивалось за тот период, следовавший за корпоративным действием, во время которого сохранялась соответствующая динамика – положительная или отрицательная. Процентный рост или падение рассчитывались по следующей формуле:

$$T_{np}^o = \left(\frac{Цз1}{Цз2} - 1 \right) \cdot 100\%,$$

где $Цз1$ – цена закрытия дня смены динамики;

$Цз2$ – цена закрытия дня, предшествовавшего дню совершения корпоративного действия.

Показатели длительных последствий корпоративных действий нельзя сравнивать между собой, поскольку они рассчитывались за разные периоды времени. Этот недостаток исправляет показатель максимально вероятной доходности периода от совершения сделки купли-продажи акции в годовом исчислении. Пересчет за год осуществляется по формуле:

$$y = T_{np}^o \cdot \frac{365(366)}{Ч_{д.п}},$$

где $Ч_{д.п}$ – число дней периода.

Направление влияния корпоративного действия на цену акции — положительное или отрицательное — может не совпадать в текущем и длительном планах. Анализ вероятности совпадения дал следующие результаты:

— если в первый день наблюдается положительная динамика, то можно утверждать — с вероятностью 71 %, — что длительное влияние также будет положительным;

— если в первый день наблюдается отрицательная динамика, то можно утверждать — с вероятностью 40 %, — что длительное влияние также будет отрицательным.

В этих двух случаях можно говорить о чистом (явном) влиянии корпоративных действий на котировки акций.

В целом из 12 корпоративных действий в течение первого дня 7 действий оказали положительное влияние и 5 — отрицательное, а в длительной перспективе 8 — положительное и 4 — отрицательное.

Сила влияния каждого корпоративного действия оценивалась по абсолютному значению соответствующего показателя.

Так, наиболее сильным текущим фактором оказалось сообщение о выплате дивидендов, наименее сильным — раскрытие информации за 1-й квартал 2007 г. (рис. 5). К слову, последний фактор был выделен из-за большого внимания к нему со стороны прессы, поскольку считалось, что именно он послужил катализатором преодоления уровня цены размещения акции.

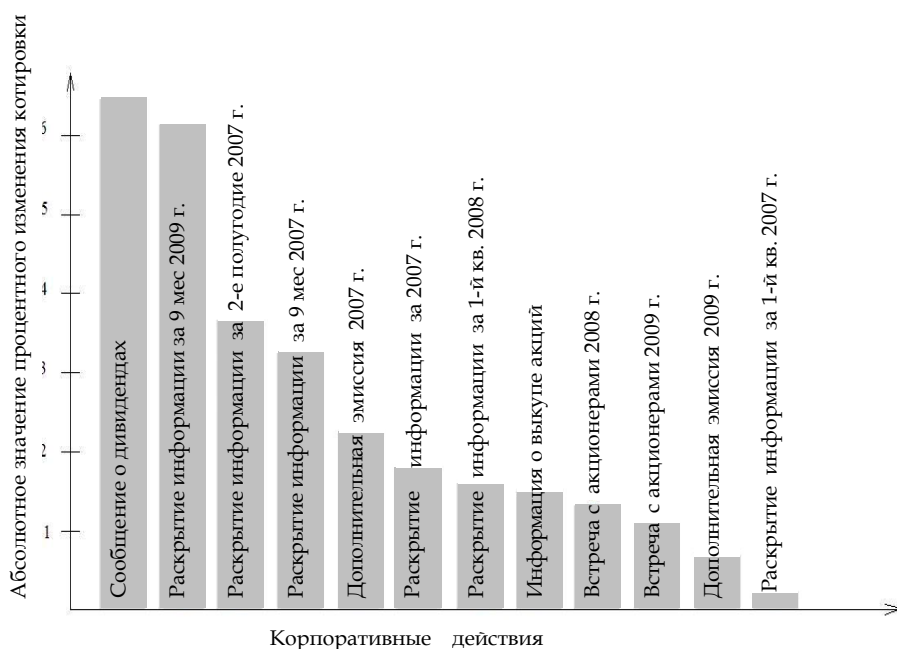


Рис. 5. График силы текущего влияния

В длительной перспективе наиболее сильным оказалось сообщение о выкупе акций. Оно позиционировалось как возмещение убытков участникам IPO, но при этом подразумевало выкуп акций у всех миноритарных держателей (рис. 6).

Наконец, результатом суммирования однонаправленных изменений стал вывод о значительном превосходстве положительного влияния по силе: в текущем плане сила положительного воздействия больше отрицательного в 2,75 раза, в длительном — в 10,3 раза. Следовательно, можно сделать вывод о высокой эффективности корпоративного управления ВТБ.

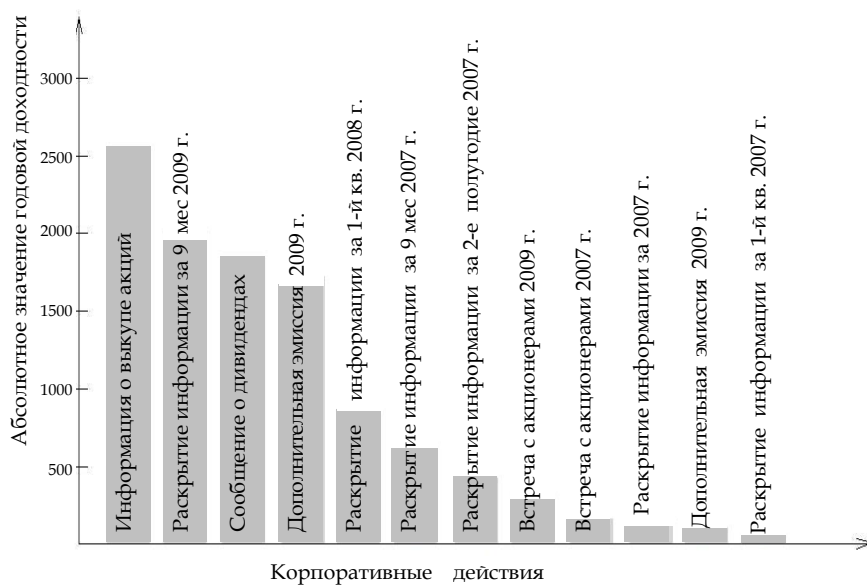


Рис. 6. График силы длительного влияния

Список литературы

1. Об акционерных обществах: ФЗ от 26.12.1995 №208-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М., 2001.

Об авторах

В. А. Кламм — студ. 5-го курса, РГУ им. И. Канта.
 Д. В. Латнак — ассист., РГУ им. И. Канта.

Authors

V. Klamm, 5th year student, Faculty of Economics, IKSUR.
 D. Latnak, Lecturer, Department of Finance, Currency Circulation and Credit, Faculty of Economics, IKSUR.